

2024年06月23日

证券研究报告·公司研究报告

葵花药业 (002737) 医药生物

当前价: 24.00元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

品牌构筑核心壁垒, “六五”规划开启百亿目标

投资要点

- 推荐逻辑: 1、强品牌:** 公司“小葵花”儿童药、“葵花”成人药产品在消费者心中具有较高认可度, “小葵花”品牌的价值为 144.8 亿元, “葵花”品牌的价值为 184.3 亿元。**2、多品类:** “小葵花”儿童药上市产品超 60 个, 公司坚持“买、改、联、研、代”既定的研发领域总体方针, 加快品种不断扩展。**3、高分红:** 2023 年公司分红金额 8.8 亿元 (含税), 2024 年作为六五规划开局之年, 力争在六五规划期末公司销售规模突破百亿大关。
- “一小一妇一老”产品布局广, 拥有多个黄金大单品。** 公司围绕儿科、成人消化及妇科产品为中心, 打造了多个大单品。在儿科领域, 小儿肺热咳喘口服液/颗粒、小儿柴桂退热颗粒、小儿化痰止咳颗粒、小葵花露、芪斛楂颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒/片、小儿氨酚烷胺颗粒、小儿麦枣咀嚼片、葡萄糖酸锌颗粒/口服溶液等销售额超千万品种近 30 个。在妇科领域, 公司已形成了以独家产品康妇消炎栓领军、以优势品种益母草颗粒、八珍益母片等为重点的系列产品。在老年慢病用药领域, 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领军的产品群, 其中护肝片重新定义为老年慢病联合用药, 三高心脑血管联合使用, 保肝护肝联合使用, 针对高端礼品市场, 同时院内提高用量, 2023 年发货金额首次突破 10 亿规模, 跻身行业一线黄金大单品区位。
- 品牌+渠道树立核心壁垒, 外延扩张持续推进。** 品牌上: 公司成功打造出“葵花”和“小葵花”两个知名品牌, 旗下的产品包装形象具有较高的辨识度; 品类上: 公司产品覆盖儿科、妇科及老年慢病领域, 产品种类齐全; 品质上: 公司注重保障产品质量, 遵循“药材好、药才好”的理念。在研发能力上: 公司坚持“买、改、联、研、代”既定的研发领域总体方针, 2023 年公司已组建北京儿童制剂技术研发平台、北京研究院、哈尔滨研究院、益生菌联合研发中心及各生产企业研发团队, 形成四院一体、研产共进的态势, 公司加速实现产品的集群上市, 并以 BD 及资本模式切入剂型创新, 布局儿童特色品类。在渠道端: 公司拥有近 30 个事业部级销售单元, 在全国建立了近 400 支省级销售团队, 与全国超 500 家医药流通企业建立了良好稳定的合作关系, 产品有效覆盖全国近 8000 家等级医院、诊所, 以及超过 30 万家零售终端网点。
- 积极推行分红, 深化布局“六五规划”。** 为了回馈广大投资者, 公司积极推行分红工作, 2021-2023 年度分红金额 18.7 亿元, 占 2021-2023 年度归母净利润合计的比例为 69.4%。2024 年是公司“六五规划”开局元年, 公司在董事会战略指引下, 公司扎实经营, 专注实业、坚守主业, 坚定“一小、一老、一妇”特色领域, 力争六五期末, 公司销售规模突破百亿大关, 成为国内家庭常用药领域最具影响力的企业。
- 盈利预测与投资建议。** 基于公司未来六五规划, 产品内生外延拓展, 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润将分别达到 12.6/13.9/15.4 亿元, 建议保持关注。
- 风险提示:** 政策风险、新品研发风险、原材料价格波动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5700.29	6105.58	6879.76	7886.27
增长率	11.89%	7.11%	12.68%	14.63%
归属母公司净利润 (百万元)	1119.14	1256.76	1385.32	1543.18
增长率	29.05%	12.30%	10.23%	11.39%
每股收益 EPS (元)	1.92	2.15	2.37	2.64
净资产收益率 ROE	23.28%	22.87%	22.96%	23.22%
PE	13	11	10	9
PB	2.80	2.55	2.32	2.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 阮雯

执业证号: S1250522100004

电话: 021-68416017

邮箱: rw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.84
流通 A 股(亿股)	5.84
52 周内股价区间(元)	21.06-30.35
总市值(亿元)	140.16
总资产(亿元)	71.47
每股净资产(元)	8.60

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：“双品牌伞” OTC 龙头，儿童用药领军者	1
1.1 子公司分工定位明晰，覆盖领域广泛	2
1.2 业绩复苏，财务指标向好	2
1.3 积极落实分红政策，股息率保持稳定	6
2 “一小一妇一老” 布局领域广阔	7
2.1 儿童用药：小葵花持续发力，助力黄金大单品持续放量	7
2.2 妇科用药：集中成药传统优势，未来可期	11
2.3 老慢病用药（肝胆胃肠）：全面覆盖，积聚势能	13
3 品牌+渠道树立核心壁垒，外延扩张持续推进	17
3.1 “品牌+品类+品质”，筑牢竞争壁垒	17
3.2 研发成果显著，助推产业链闭环	19
3.3 渠道优势明显，激发终端活力	20
4 盈利预测与估值	22
4.1 盈利预测	22
4.2 相对估值	23
5 风险提示	23

图 目 录

图 1: 葵花药业发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 2011-2024Q1 年公司营业收入及同比增长率.....	4
图 4: 2011-2024Q1 年公司归母净利润及同比增长率.....	4
图 5: 2023 年公司各业务收入占比.....	4
图 6: 2011-2023 年主营业务毛利率.....	4
图 7: 2023 年公司营业收入的营销模式结构.....	5
图 8: 2023 年公司营业收入的地区结构.....	5
图 9: 2011-2024Q1 毛利率及净利率 (%).....	5
图 10: 2013-2023 年公司中成药及化学制剂毛利率变化 (%).....	5
图 11: 2011-2024Q1 公司四费率 (%).....	6
图 12: 2014-2023 年公司分红比例、分红金额及股息率.....	6
图 13: 2022 年中国城市实体药店终端儿科中成药亚类格局.....	7
图 14: 公司主要儿童用药产品.....	8
图 15: 2013-2023H1 年公司小儿肺热咳嗽销售额及增长率 (万元).....	8
图 16: 2022 年小儿肺热咳嗽分渠道占比.....	8
图 17: 2013-2023H1 年公司小儿柴桂退热颗粒销售额及增长率 (万元).....	9
图 18: 2022 年小儿柴桂退热颗粒渠道占比.....	9
图 19: 2013-2022H1 年小儿柴桂退热颗粒销售格局 (城市公立中成药).....	9
图 20: 2015-2021 年小儿柴桂退热颗粒销售格局 (城市实体药店中成药).....	9
图 21: 2015-2021 年中国金银花露销售额及增长率 (城市实体药店中成药).....	10
图 22: 2015-2023H1 年公司小葵花露金银花露销售额及增长率 (万元).....	10
图 23: 2015-2021 年中国金银花露销售 TOP5 占比 (城市实体药店中成药).....	10
图 24: 2015-2021 年中国妇科用药市场销售额及增长率 (城市公立、城市实体药店中成药).....	11
图 25: 2021 年中国妇科中成药亚类格局 (城市实体药店中成药).....	11
图 26: 2013-2023H1 年公司康妇消炎栓销售额及增长率 (城市公立中成药) (万元).....	13
图 27: 2022 年公司康妇消炎栓渠道占比.....	13
图 28: 2015-2021 年中国肝病用药市场销售额及增长率 (城市公立、城市实体药店中成药).....	13
图 29: 2013-2023 护肝片市场规模 (万元).....	13
图 30: 2013-2021 年公司护肝片销售额及增长率 (城市公立中成药).....	15
图 31: 2013-2021 年公司护肝片销售额及增长率 (城市实体药店中成药).....	15
图 32: 2021 年中国护肝片销售格局 (城市公立中成药).....	15
图 33: 2021 年中国护肝片销售格局 (城市实体药店中成药).....	15
图 34: 2015-2021 年公司胃康灵胶囊销售额及增长率 (城市实体药店中成药) (万元).....	16
图 35: 2021 年中国胃康灵销售 TOP5 格局 (城市实体药店中成药).....	16
图 36: 公司品牌形象.....	17
图 37: 2015-2023 年公司广告宣传费及比重.....	17
图 38: 2023 年同行业公司广告宣传费及比重.....	17
图 39: 公司品类概况.....	18

图 40: 2018-2024Q1 公司研发费用 (万元) 及同比增速 (%)	19
图 41: 2023 年公司在研项目数量 (个)	19
图 42: 销售领域分线操作与销售格局重塑概况	21

表 目 录

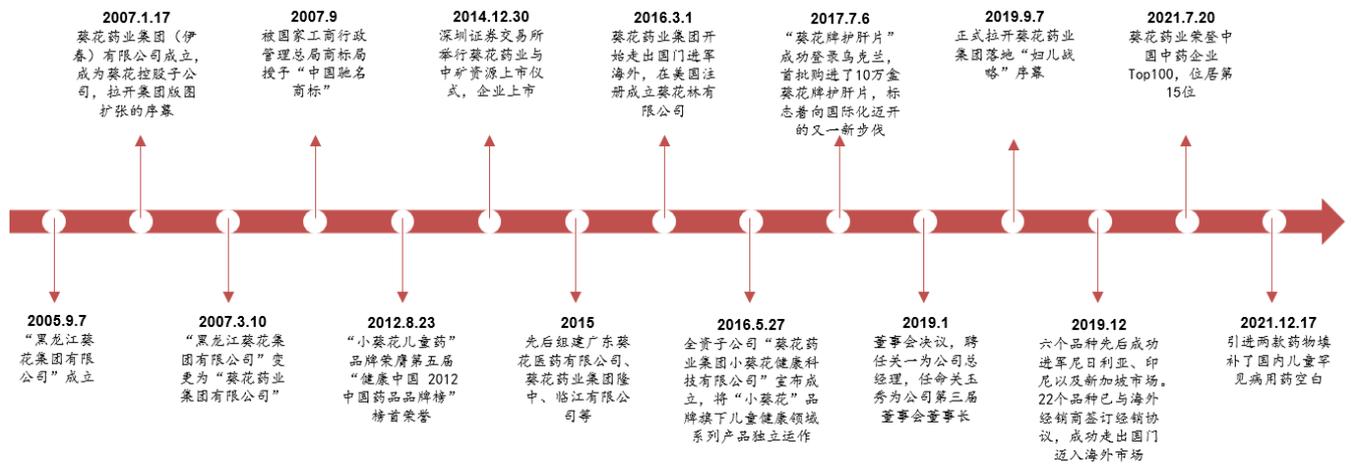
表 1: 公司第二期员工持股计划	1
表 2: 公司各领域核心/潜力品种	3
表 3: 2022 年中国城市实体药店终端儿科用药 TOP20 厂家	7
表 4: 2021 年妇科消炎药 TOP20 格局 (城市公立医院中成药)	11
表 5: 2021 年妇科消炎药 TOP20 格局 (城市实体药店中成药)	12
表 6: 2021 年肝病用药 TOP20 格局 (城市实体药店中成药)	14
表 7: 2021 年胃病用药 TOP20 格局 (城市实体药店中成药)	14
表 8: 公司品牌打造的主要措施	18
表 9: 2023 年公司主要在研项目	20
表 10: 葵花药业收入及毛利分拆	22
表 11: 可比公司估值	23
附表: 财务预测与估值	24

1 公司概况：“双品牌伞” OTC 龙头，儿童用药领军者

葵花药业集团股份有限公司成立于 2005 年，由原黑龙江省国有五常制药厂改制为民营黑龙江葵花药业股份有限公司后，不断发展壮大而组建，是集药品研发、生产、销售于一体的大型医药集团企业。

扩张版图全面布局，新老更替开启新征程。2007 年 1 月，葵花药业集团（伊春）有限公司成立，拉开集团版图扩张的序幕。2014 年，公司于深圳证券交易所成功上市。自 2015 年起，公司开始高频扩张版图，先后组建隆中公司、临江公司、山西药材基地、儿童药物研究院等，为全产业链布局打下坚实的基础。2016 年，公司开始走出国门进军海外，在美国注册成立葵花林有限公司，进一步拓展全球市场。2019 年，公司管理层开始新旧交替，聘任关一为总经理，选举关玉秀为董事长。2024 年是公司六五规划开局之年，力争在六五规划期末，公司销售规模突破百亿大关，成为国内家庭常用药领域最具影响力的企业之一。

图 1：葵花药业发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

积极推动员工持股计划，员工工作积极性增强。2021 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 0.7%）。2022 年 8 月公司推出第二期员工持股计划，授予股数不超过 295 万股（占公司股本总额的 0.5%），目前公司已经成功完成第一、二个解锁期业绩目标，第三个解锁期要求公司 2024 年营业收入不低于 59.3 亿元或者净利润率不低于 18.6%。

表 1：公司第二期员工持股计划

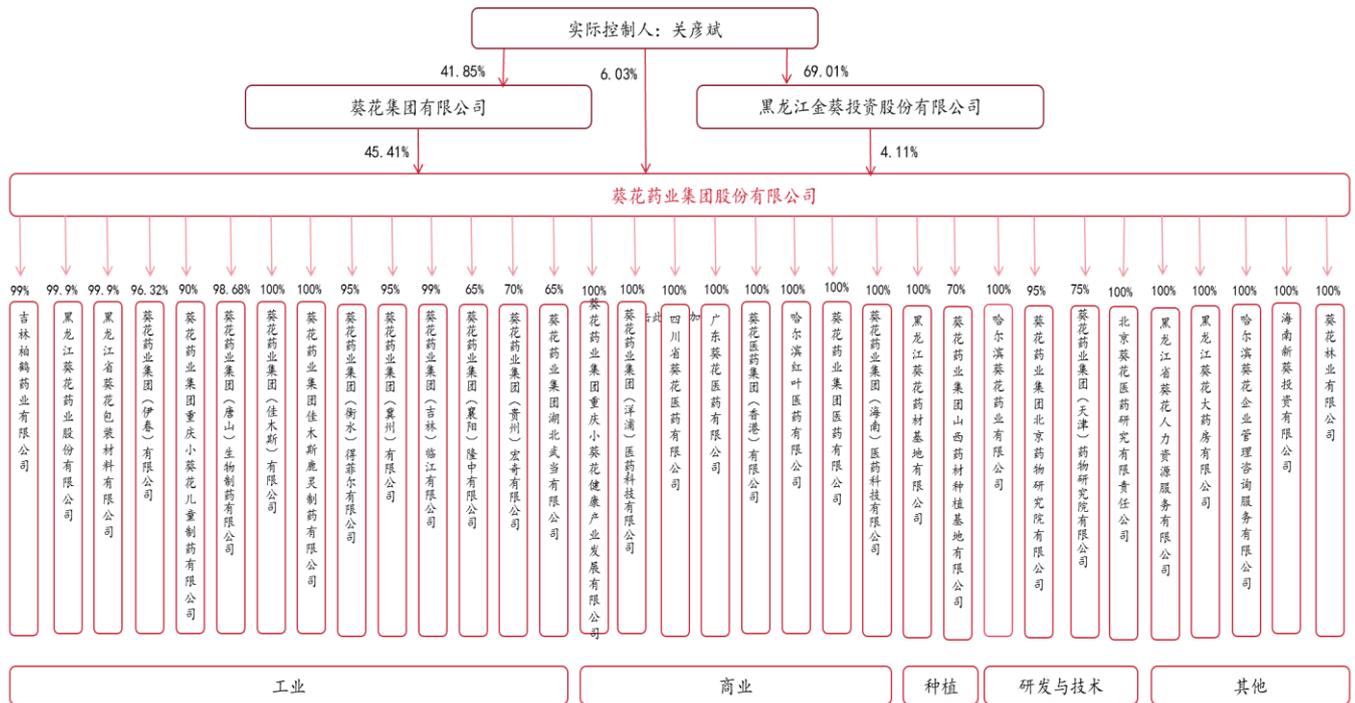
解锁期	业绩考核目标	解锁比例
第一个解锁期	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 10%或 2022 年年度净利润率不低于 17.6%	30%
第二个解锁期	以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 21%或 2023 年年度净利润率不低于 18.1%	35%
第三个解锁期	以 2021 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 33%或 2024 年年度净利润率不低于 18.6%	35%

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.1 子公司分工定位明晰，覆盖领域广泛

截止 2024 年一季度末，公司的控股股东为葵花集团有限公司，持股比例达 45.41%，公司的实际控制人为关彦斌，实际管理人为关玉秀和关一。公司现下辖全国性布局的 32 家子公司，布局原材料生产、技术研发、工业制造、商业等全产业链，产品涵盖中药、化药与健康养生品。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业绩复苏，财务指标向好

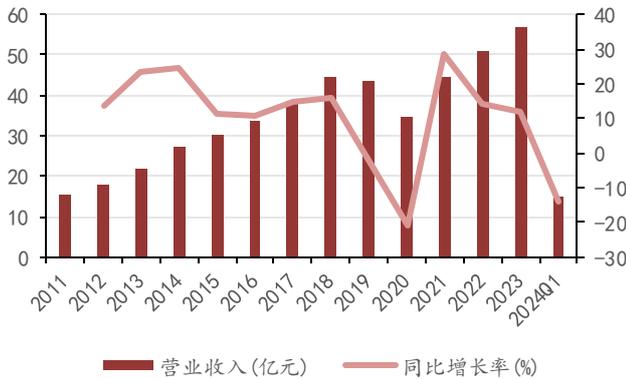
葵花药业以“一小、一妇、一老”为品类特色和主营战略。布局“儿童、妇女、消化系统（肝、胆、肠、胃）、老年（慢性病）、呼吸感冒、风湿骨伤病、心脑血管病、健康养生品”八大领域，形成了 8 大特色的产品集群。公司现拥有 15 个剂型、1000 多个药品批准文号、555 个医保目录品种、27 个独家品种、283 个基本药物品种，整体布局呈现出品类全面，品种丰富的状态。目前，公司大概拥有多个过 1 亿元的品种——护肝片、小儿肺热咳喘口服液、小葵花露、小儿柴桂退热颗粒、小儿氨酚烷胺颗粒、小儿黄那敏颗粒、小儿肺热咳喘颗粒，胃康灵胶囊等。其中，2023 年护肝片发货金额突破 10 亿元。

表 2：公司各领域核心/潜力品种

类别	治疗类别	产品名称	OTC/处方药/双跨	是否医保	是否基药	是否独家
儿童	呼吸感冒系统	小儿肺热咳喘口服液	双跨	是	是	是
		小儿柴桂退热颗粒	双跨	是	是	否
		小儿氨酚黄那敏颗粒/片	OTC	否	否	否
		小葵花露	OTC	否	否	是
		双黄连颗粒	双跨	是	是	否
	胃肠消化系统	芪斛楂颗粒	OTC	否	否	是
		小儿麦枣咀嚼片	OTC	否	否	否
		小儿泻速停颗粒	双跨	是	是	否
	免疫补益系统	小儿智力糖浆	处方	是	否	否
		葵花钙铁锌咀嚼片、颗粒、口服液	OTC	否	否	否
精神神经领域	氨己烯酸口服溶液用散	处方	是	否	否	
	咪达唑仑口腔粘膜溶液	处方	是	否	否	
成人	消化系统	护肝片	处方	是	是	否
		胃康灵胶囊、颗粒	双跨	是	否	否
		美沙拉嗪肠溶片	处方	是	否	否
		熊胆痔灵膏、栓	OTC	否	否	否
	心脑血管	通脉颗粒、口服液	处方	是	否	否
		补虚通瘀颗粒	处方	是	否	是
		石龙清血颗粒	处方	是	否	是
	妇科	康妇消炎栓	处方	是	否	是
		益母草颗粒	双跨	是	是	否
	风湿骨病	双虎肿痛宁喷雾剂	OTC	否	否	是
		双氯芬酸钠缓释片	处方	是	是	否
	呼吸系统	复方氨酚烷胺胶、颗粒、片	OTC	否	否	否
		感冒灵胶囊、颗粒	OTC	否	否	否
	补益健康	五加参蛤蚧精	OTC	否	否	否
		碳酸钙 D3	双跨	是	否	否

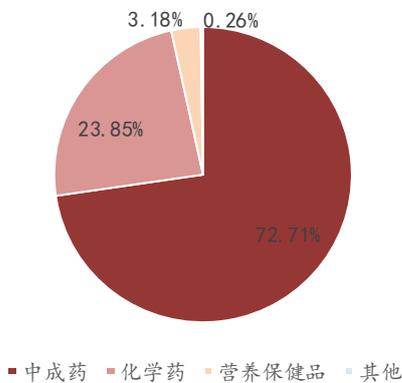
数据来源：公司官网，西南证券整理

业绩反转，恢复增长。2018 年之前，公司稳步发展，先后打造出护肝片、小儿肺热咳喘口服液、胃康灵三大核心单品，并不断引进新品种、收购制药厂商。在品牌力与营销网络的驱动下，新品种持续放量，实现营业收入与归母净利润的稳健增长。2012-2018 年，营业收入的复合年增长率为 16.7%，归母净利润的复合年增长率为 15.8%。2019 年，受原董事长刑事案件和管理层新老交替的影响，营收出现小幅下降。2020 年，受新冠疫情影响，叠加国家实行的“四类药”管控，药店零售市场紧缩，OTC 市场受到大幅冲击，2020 年收入同比下降 20.8%。2021 年之后，新冠疫情防控步入常态化阶段，公司业绩逐渐复苏，到 2023 年公司实现营业收入 57 亿元，同比增长 11.9%，实现归母净利润 11.2 亿元，同比增长 29.1%。

图 3：2011-2024Q1 年公司营业收入及同比增长率


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司坚持“以生产中成药”为主导，“化学药、生物药”和“健康养生品”为两翼的战略布局。从营业收入的产品结构来看，2023年中成药贡献了72.7%的收入，化药贡献了23.9%的收入，营养保健品贡献了3.2%的收入。从毛利率角度来看，2015年，受产品结构调整的影响，公司中成药和化药的毛利率均有所下降。近几年来，公司整体的毛利率有所回升，化药的毛利率反超中成药。总的来看，公司化药和中成药一直维持高毛利率水平，2023年公司中成药毛利率为53.8%，化药毛利率为61.9%。

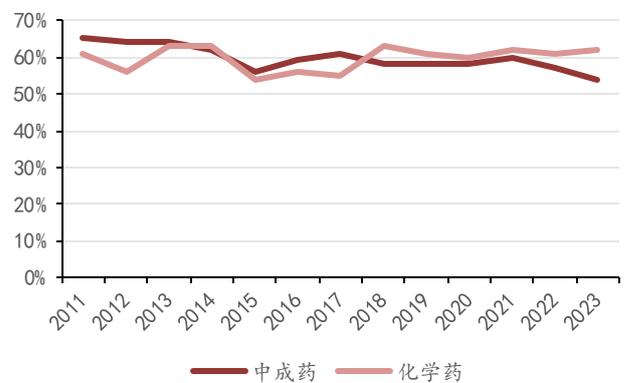
图 5：2023 年公司各业务收入占比


数据来源：Wind, 西南证券整理

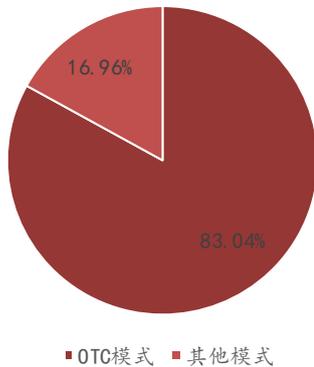
从营业收入的营销模式结构来看，2023年，公司收入来源主要靠OTC端，OTC贡献了83.0%的收入，其他模式仅占17.0%；从营业收入的地区结构来看，公司在华中、华南、华东、华北、西南、东北均有布局，其中，华东地区贡献的收入最多，2023年华东地区收入占比达23.0%。

图 4：2011-2024Q1 公司归母净利润及同比增长率

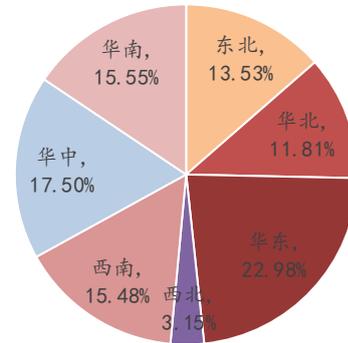

数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：2011-2023 年主营业务毛利率


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：2023 年公司营业收入的营销模式结构


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 8：2023 年公司营业收入的地区结构


数据来源：Wind, 西南证券整理

成本把控得当，盈利能力保持稳定。2011 年至 2024 年第一季度，公司的毛利率基本维持在 60% 左右，净利率有小幅上升。2015 年，由于新项目投产导致折旧费用增加、原材料和人工成本增加，公司的毛利率呈现一定幅度的下滑。公司化学制剂毛利率近几年来保持平稳，中成药由于中药材价格上涨导致原材料成本增加，毛利率在 2023 年回落至 54%。

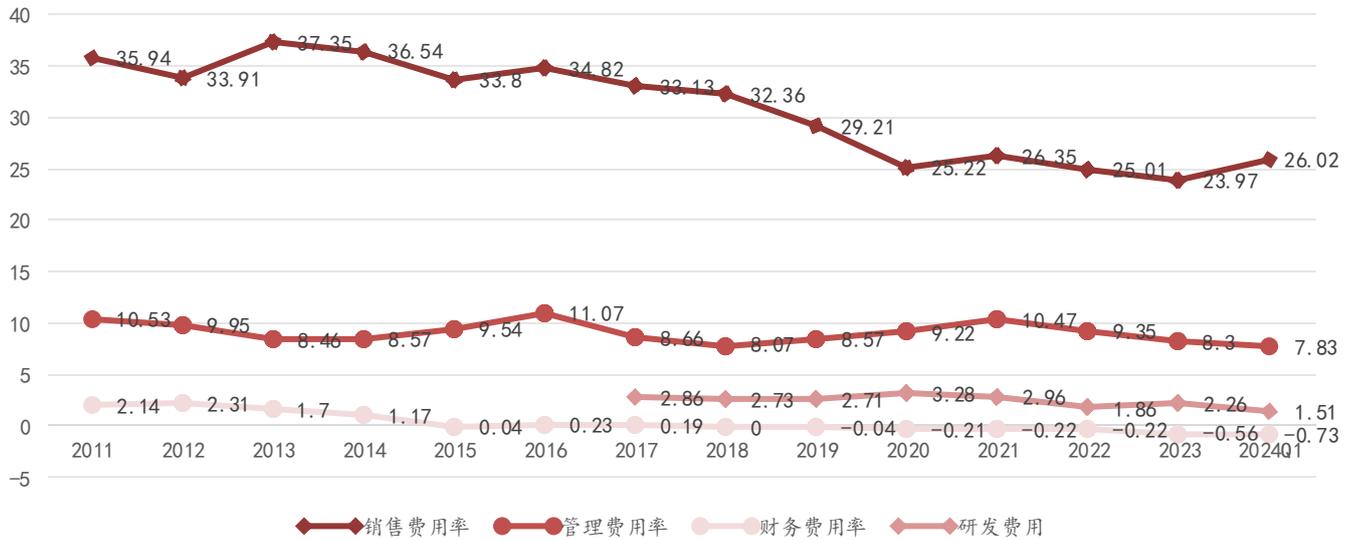
图 9：2011-2024Q1 毛利率及净利率 (%)


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 10：2013-2023 年公司中成药及化学制剂毛利率变化 (%)


数据来源：Wind, 西南证券整理

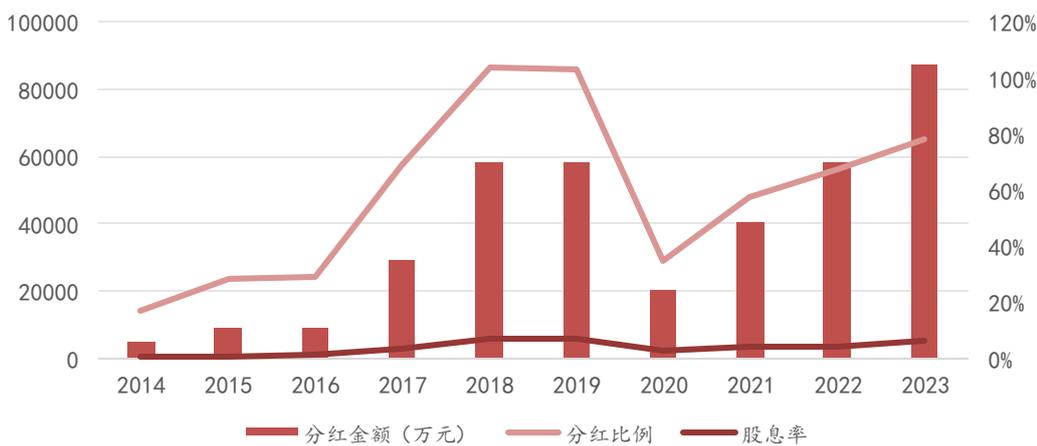
销售费用持续回落，费用管控持续优化。公司的管理费用率、财务费用率以及研发费用率保持平稳，随着公司品牌力逐渐增强，加上近年来公司注重提升市场投入效率，销售费用率呈现小幅下降的趋势，2020 年受疫情影响，销售费用率下降幅度较大，同比下降 4.0pp，2023 年由于一季度呼吸感冒类产品供不应求，营收增速快于销售费用增速，致 2023 年全年销售费用率同比下降 1.04pp。

图 11：2011-2024Q1 公司四费率 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

1.3 积极落实分红政策，股息率保持稳定

公司长期持续推进分红工作，为了回馈广大投资者，公司积极推行分红工作，2021-2023 年度分红金额 18.7 亿元，占 2021-2023 年度归母净利润合计的比例为 69.4%。总的来说公司分红率维持稳中有升，2023 年公司分红金额 8.8 亿元，分红占净利润比例达到 78%。

图 12：2014-2023 公司分红比例、分红金额及股息率


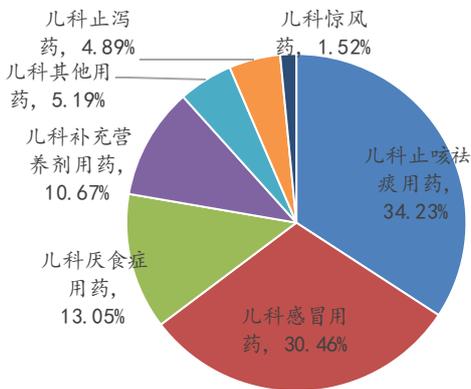
数据来源: Wind, 西南证券整理

2 “一小一妇一老”布局领域广阔

2.1 儿童用药：小葵花持续发力，助力黄金大单品持续放量

儿药市场集中度低，小葵花市占率仍有提升空间。2022 年中国城市实体药店终端儿科中成药 TOP20 的厂家中，葵花药业市场份额 14.0%，占比最大，其次为健民药业。其中葵花药业集团的四家子公司——黑龙江葵花药业、葵花药业（襄阳）隆中、葵花药业（冀州）、葵花药业重庆小葵花儿童制药进入榜单，排名分别为 3、7、12、14，市场份额占比分别为 6.2%、4.4%、1.8%、1.6%，合计达到 14% 的份额。2022 年中国城市实体药店终端儿科中成药亚类格局主要由儿科止咳祛痰用药和儿科感冒用药主导，分别占比 34.2%、30.5%。整体而言，儿科中成药的集中度较低，厂家较为分散，但葵花药业集团依靠“小葵花”强大的品牌力，在儿科中成药的市场上占有较高水平的市场份额。

图 13：2022 年中国城市实体药店终端儿科中成药亚类格局



数据来源：米内网，西南证券整理

表 3：2022 年中国城市实体药店终端儿科用药 TOP20 厂家

排名	企业名称	市场份额
1	健民药业集团	10.84%
2	济川药业集团	9.85%
3	黑龙江葵花药业	6.20%
4	海南葫芦娃药业集团	5.85%
5	华润三九（枣庄）药	5.74%
6	亚宝药业集团	0.04%
7	葵花药业（襄阳）隆中	4.37%
8	江苏康缘药业	3.61%
9	贵州三力制药	3.54%
10	普南厚普制药	2.33%
11	广州王老吉药业	2.20%
12	葵花药业（冀州）	1.84%
13	华润三九（黄石）药业	1.64%
14	葵花药业重庆小葵花儿童制药	1.60%
15	神威药业	1.49%
16	湖南汉森制药	1.48%
17	教东延边药业	1.27%
18	华润三九（雅安）药业	1.12%
19	云南白药集团	1.03%
20	苏中药业集团	1.02%

数据来源：米内网，西南证券整理

公司儿科用药产品品种丰富，儿科发展战略思路清晰。公司目前拥有超过 60 个上市的儿药品种，涵盖儿童呼吸系统疾病、肠胃系统疾病、免疫补益系统、儿童罕见病领域。以小兒肺热咳喘口服液/颗粒、小兒柴桂退热颗粒、金银花露为首的 30 个品种销售额超千万。在儿药市场逐步扩张的背景下，公司的主要儿药产品——小兒肺热咳喘口服液/颗粒、小兒柴桂退热颗粒、小葵花露金银花露牢牢占据市场份额。儿童药战略作为公司的第一核心战略，公司制定了儿童用药增长曲线规划：巩固第一曲线呼吸系统用药行业地位，培育第二曲线消化系统产品，快速组建第三曲线补益矿维类产品。

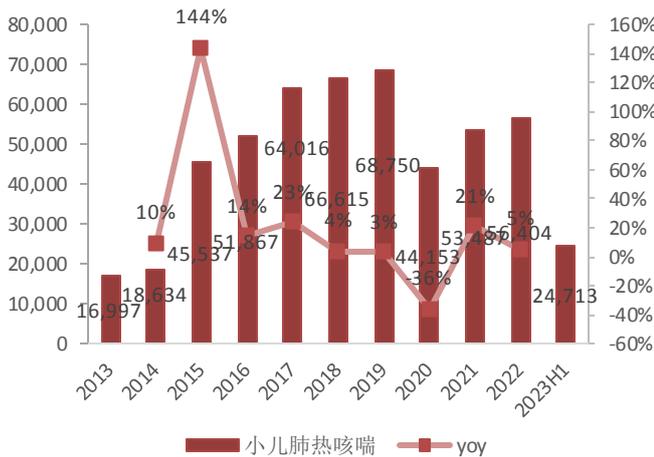
图 14：公司主要儿童用药产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

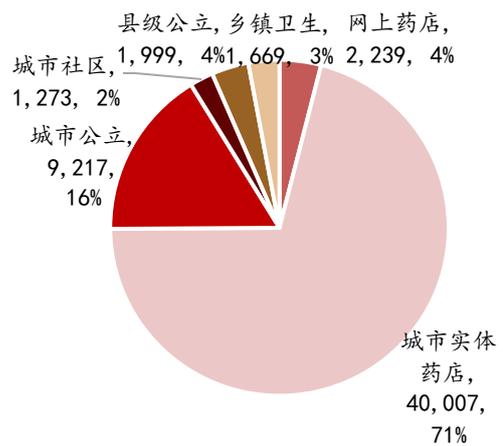
- 小儿肺热咳喘口服液/颗粒：该品种为公司的明星产品，其中小儿肺热咳喘口服液为独家剂型，主要用于儿童感冒、支气管肺炎的治疗。根据米内网数据显示，公司小儿肺热咳喘口服液/颗粒收入从 2013 年的 1.7 亿元快速增长到 2019 年的 6.9 亿元，2020 年由于受到“四类药”管控，收入有所下滑。随着政策逐步放开，呈现了快速反弹趋势。2022 年公司小儿肺热咳喘口服液/颗粒收入达到 5.6 亿元，小儿肺热咳喘口服液成功进入由国家中医药管理局牵头组织专家编写的《中成药治疗小儿急性上呼吸道感染临床应用指南》，为带动整体品类的增长提供了助力。从渠道来看，小儿肺热咳喘主要分布在城市实体药店，2022 年占比达到 71%。

图 15：2013-2023H1 年公司小儿肺热咳喘销售额及增长率(万元)



数据来源：米内网，西南证券整理

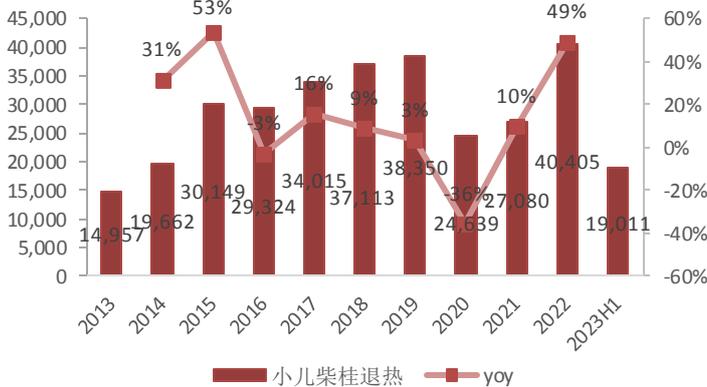
图 16：2022 年小儿肺热咳喘分渠道占比



数据来源：米内网，西南证券整理

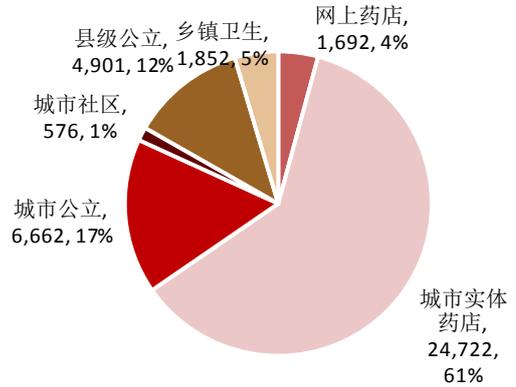
- 小儿柴桂退热颗粒：该产品在 2015 年销售额曾超过 3 亿元，在 2020 年期间由于受到“四类药”限制出现大幅回落。公司不断加大对于院外实体药店的营销推广，使得院外市场得到快速增长。

图 17: 2013-2023H1 年公司小儿柴桂退热颗粒销售额及增长率(万元)



数据来源: 米内网, 西南证券整理

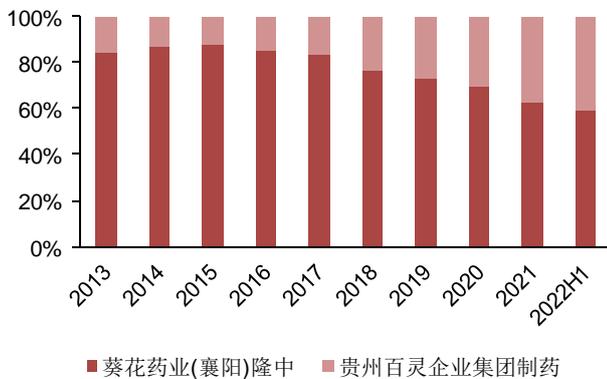
图 18: 2022 年小儿柴桂退热颗粒渠道占比



数据来源: 米内网, 西南证券整理

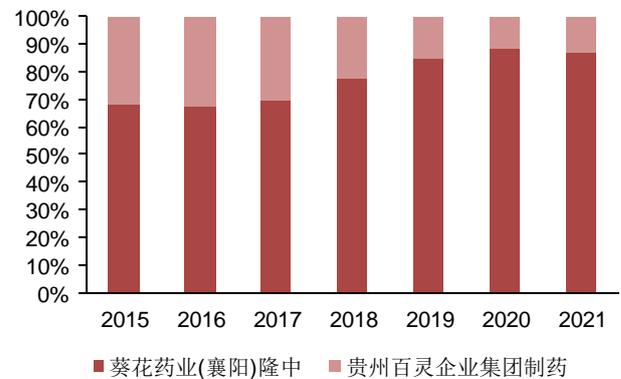
从竞争格局来看, 目前共有葵花药业、贵州百灵企业集团制药两家企业在销售小儿柴桂退热颗粒。两家企业在城市公立医疗机构终端和城市实体药店终端的份额呈现出此消彼长的状态。在城市公立医疗机构终端, 葵花药业小儿柴桂退热颗粒的市场份额, 从 2015 年占比 87.5% 开始下滑, 到 2021 年下降至 61.2%。在城市实体药店终端, 葵花药业小儿柴桂退热颗粒的市场份额逐年攀升, 2021 年占比 86.8%。整体而言, 公司小儿柴桂退热颗粒的竞争力较强, 在院外市场不断占领同领域其他企业的市场份额。

图 19: 2013-2022H1 年小儿柴桂退热颗粒销售格局 (城市公立中成药)



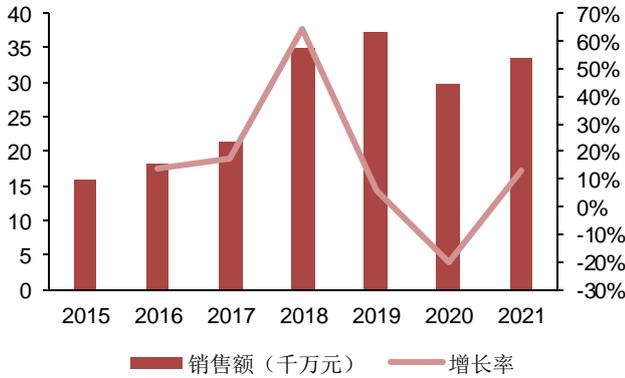
数据来源: 米内网, 西南证券整理

图 20: 2015-2021 年小儿柴桂退热颗粒销售格局 (城市实体药店中成药)



数据来源: 米内网, 西南证券整理

- 小葵花金银花露增长态势迅猛。从销售规模来看, 2015-2019 年, 全国城市实体药店终端金银花露的销售规模稳步增长, 2019 年全国销售规模大概 3.7 亿元, 此后受疫情影响有所回落, 2021 年规模在 3.4 亿元左右。葵花药业小葵花露金银花露在 2016-2019 年期间实现了快速增长, 2019 年销售额达到 4.9 亿元。2020 年受到疫情影响销售回落, 公司在疫情之后加大广告投入, 产品实现收入回升, 2022 年回升到 4 亿元, 并呈现快速发展态势。

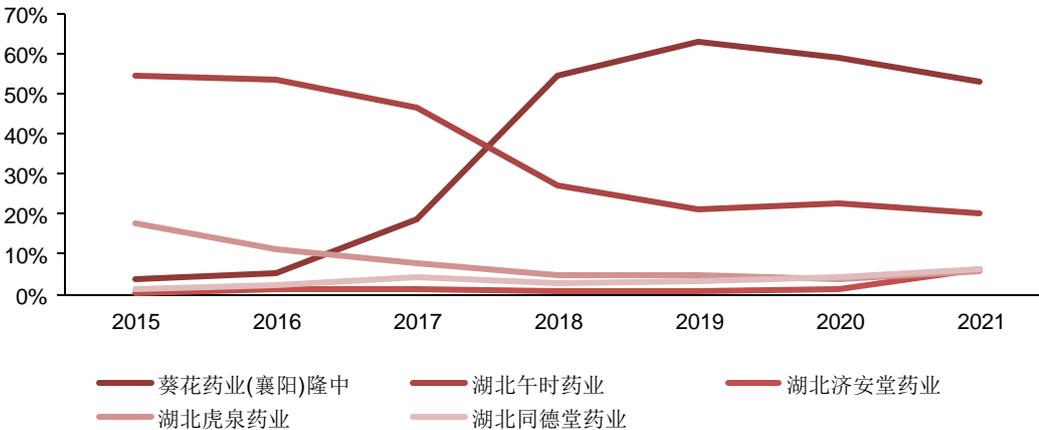
图 21：2015-2021 年中国金银花露销售额及增长率（城市实体药店中成药）


数据来源：米内网，西南证券整理

图 22：2015-2023H1 年公司小葵花露金银花露销售额及增长率（万元）


数据来源：米内网，西南证券整理

从销售格局来看。小葵花露金银花露在实体药店终端的市场份额逐年提升，从 2015 年占比 3.7% 增长至 2019 年占比 62.7%，2021 年受疫情影响回落到 52.8%。期间，葵花药业以快速的态势逐步挤压当时占比超一半的湖北午时药业的市场份额，到 2018 年，公司金银花露的市场份额成功反超湖北午时药业，成为实体药店终端金银花露销售第一的企业，此后，进一步压缩了同领域其他厂家的销售份额。小葵花露与其他两大儿药单品持续放量，共同夯实葵花药业儿药领军者的地位。

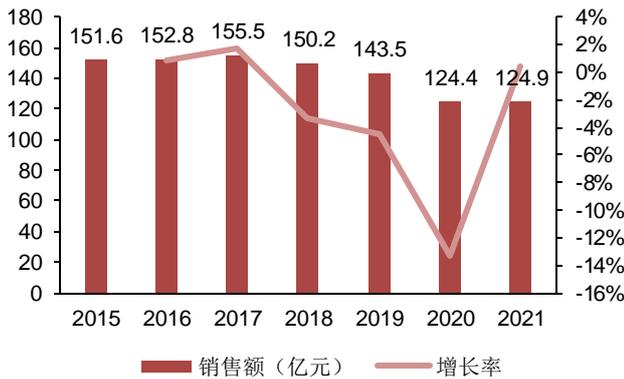
图 23：2015-2021 年中国金银花露销售 TOP5 占比（城市实体药店中成药）


数据来源：米内网，西南证券整理

2.2 妇科用药：集中成药传统优势，未来可期

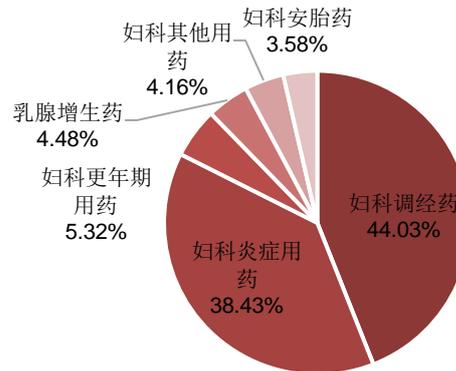
妇科药是中成药的优势领域，2015-2021年，国内妇科用药市场整体维持在120亿元以上。2021年，妇科中成药中，妇科调经药占比最大，妇科炎症用药次之，份额为38.4%。

图 24：2015-2021 年中国妇科用药市场销售额及增长率
(城市公立、城市实体药店中成药)



数据来源：米内网，西南证券整理

图 25：2021 年中国妇科中成药亚类格局
(城市实体药店中成药)



数据来源：米内网，西南证券整理

成功布局妇科用药领域。葵花药业以康妇消炎栓、益母草颗粒、八珍益母片等系列产品成功布局妇科中成药领域。其中，独家产品康妇消炎栓在治疗妇科炎症方面疗效突出，并且成功进入《中成药治疗盆腔炎症性疾病后遗症临床应用指南》、以及由国家中医药管理局主编的《中成药治疗盆腔炎症性疾病后遗症临床应用指南》，拉开与同类产品的竞争优势。2021年中国城市公立医疗机构终端妇科消炎中成药 TOP20 格局与 2021 年中国城市实体药店终端妇科消炎中成药 TOP20 格局中，葵花药业集团的康妇消炎栓均上榜，分别排名第 9、16，市场份额分别占比 2.9%、1.7%，销售额分别为 0.9 亿元、0.3 亿元。

表 4：2021 年妇科消炎药 TOP20 格局 (城市公立医院中成药)

排名	产品名称	销售额 (万元)	市场份额
1	保妇康栓	35292	11.96%
2	川百止痒洗剂	19829	6.72%
3	苦参凝胶	18784	6.37%
4	红核妇洁洗液	17685	6.00%
5	妇乐片	14515	4.92%
6	康妇炎胶囊	13613	4.61%
7	妇科千金胶囊	10626	3.60%
8	丹黄祛瘀胶囊	9684	3.28%
9	康妇消炎栓	8666	2.94%
10	百安洗液	8685	2.94%
11	妇可靖胶囊	8592	2.91%
12	康妇凝胶	8011	2.72%
13	妇炎消胶囊	6957	2.36%
14	金刚藤丸	5323	1.80%

排名	产品名称	销售额 (万元)	市场份额
15	宫炎平片	5162	1.75%
16	复方清带灌注液	4059	1.38%
17	复方沙棘籽油栓	3847	1.30%
18	利夫康洗剂	3755	1.27%
19	金英胶囊	3364	1.14%
20	红花如意丸	3172	1.08%

数据来源: 米内网, 西南证券整理

表 5: 2021 年妇科消炎药 TOP20 格局 (城市实体药店中成药)

排名	产品名称	销售额 (万元)	市场份额
1	洁尔阴洗液	21246	10.96%
2	保妇康栓	15835	8.17%
3	妇科千金片	14113	7.28%
4	红核妇洁洗液	10043	5.18%
5	妇炎康片	8876	4.58%
6	妇科千金胶囊	7658	3.95%
7	苦参凝胶	7283	3.76%
8	花红片	5664	2.92%
9	康妇炎胶囊	4908	2.53%
10	康妇凝胶	4209	2.17%
11	复方黄松洗液	4027	2.08%
12	妇炎康软胶囊	3992	2.06%
13	保妇康凝胶	3698	1.91%
14	消糜栓	3671	1.89%
15	金松止痒洗液	3638	1.88%
16	康妇消炎栓	3291	1.70%
17	妇炎康片	2936	1.51%
18	复方黄藤洗液	2906	1.50%
19	复方苦参洗剂	2700	1.39%
20	洁阴康洗液	2350	1.21%

数据来源: 米内网, 西南证券整理

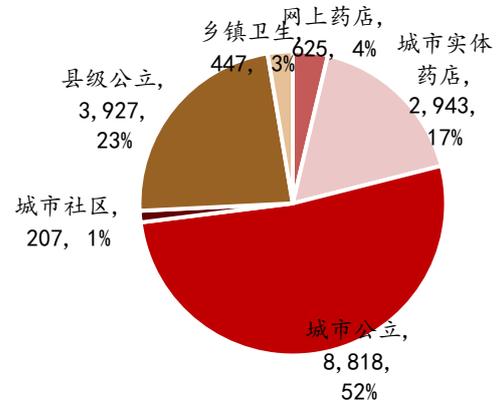
- 康妇消炎栓: 从城市公立医疗机构终端的角度来看, 2015-2019 年, 公司康妇消炎栓呈现持续增长的状态, 2019 年销售额达到 2.4 亿元, 2020 年受疫情防控限制人员流动的影响, 销售额有所回落。

图 26：2013-2023H1 年公司康妇消炎栓销售额及增长率
(城市公立中成药) (万元)



数据来源：米内网，西南证券整理

图 27：2022 年公司康妇消炎栓渠道占比

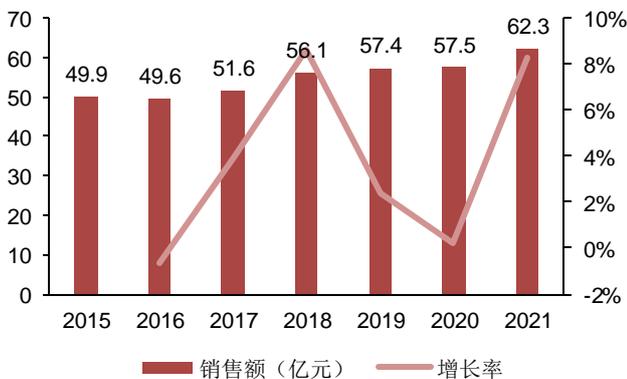


数据来源：米内网，西南证券整理

2.3 老慢病用药 (肝胆胃肠)：全面覆盖，积聚势能

2015-2021 年，国内肝病用药市场和胃病 (胃炎、溃疡) 用药市场整体呈现稳定上升的趋势。2021 年，肝病用药市场规模达到 62.3 亿元，胃病 (胃炎、溃疡) 用药市场规模达到 60.2 亿元。根据米内网统计数据，2022 年公司护肝片达到 7.3 亿元。

图 28：2015-2021 年中国肝病用药市场销售额及增长率
(城市公立、城市实体药店中成药)



数据来源：米内网，西南证券整理

图 29：2013-2023 护肝片市场规模 (万元)



数据来源：米内网，西南证券整理

肝胃用药开辟老慢病品类集群通道。葵花药业在老慢病领域，拥有护肝片、胃康灵胶囊 (颗粒)、美沙拉嗪肠溶片等优势品种，覆盖肝、胆、胃、肠等用药领域。其中由国家十三五重大创新项目中华医学会药物性肝病学组牵头开展的《护肝片治疗药物性肝损伤真实世界研究》项目完成，护肝片进入《中国药物性肝损伤诊治指南 (2023 版)》。

2021 年中国城市实体药店终端肝病用药和胃病用药 (胃炎、溃疡) TOP20 格局中，葵花药业集团的护肝片和胃康灵胶囊成功上榜，分别排名第 2、第 3，市场份额分别占比 18.0%、4.2%。

表 6：2021 年肝病用药 TOP20 格局（城市实体药店中成药）

排名	产品名称	销售额（万元）	市场份额
1	片仔癀	98898	42.42%
2	护肝片	42045	18.03%
3	片仔癀胶囊	10111	4.34%
4	复方鳖甲软肝片	7240	3.11%
5	扶正化瘀胶囊	4527	1.94%
6	八宝丹胶囊	3554	1.52%
7	八宝丹	3542	1.52%
8	茵胆平肝胶囊	3475	1.49%
9	肝爽颗粒	3007	1.29%
10	扶正化瘀片	2422	1.04%
11	五酯胶囊	2291	0.98%
12	安络化纤丸	2057	0.88%
13	肝泰舒胶囊	1717	0.74%
14	肝复康丸	1548	0.66%
15	龙胆泻肝丸	1518	0.65%
16	鳖甲煎丸	1357	0.58%
17	鸡骨草胶囊	1339	0.57%
18	龙胆泻肝丸(水丸)	1272	0.55%
19	龙胆泻肝丸(水丸)	845	0.36%
20	龙胆泻肝软胶囊	836	0.36%

数据来源：米内网，西南证券整理

表 7：2021 年胃病用药 TOP20 格局（城市实体药店中成药）

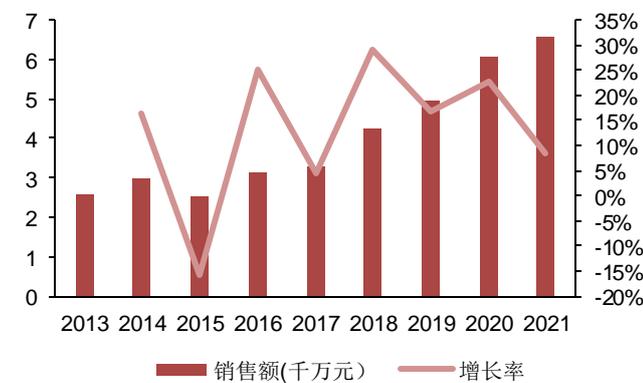
排名	产品名称	销售额（万元）	市场份额
1	三九胃泰颗粒	31103	11.54%
2	康复新液	26122	9.69%
3	胃康灵胶囊	11387	4.23%
4	胃苏颗粒	10147	3.77%
5	革铃胃痛颗粒	9542	3.54%
6	和胃整肠丸	9341	3.47%
7	摩罗丹(浓缩丸)	6914	2.57%
8	养胃舒颗粒	6531	2.42%
9	舒腹贴膏	6397	2.37%
10	摩罗丹	5335	1.98%
11	香砂养胃丸	4974	1.85%
12	气滞胃痛颗粒	4789	1.78%
13	温胃舒颗粒	4613	1.71%
14	胃乐新颗粒	4049	1.50%
15	康复新液	3462	1.28%

排名	产品名称	销售额 (万元)	市场份额
16	康复新液	3057	1.13%
17	荆花胃康胶丸	3024	1.12%
18	健胃消炎颗粒	2919	1.08%
19	舒肝和胃丸	2527	0.94%
20	香砂六君丸	2243	0.83%

数据来源: 米内网, 西南证券整理

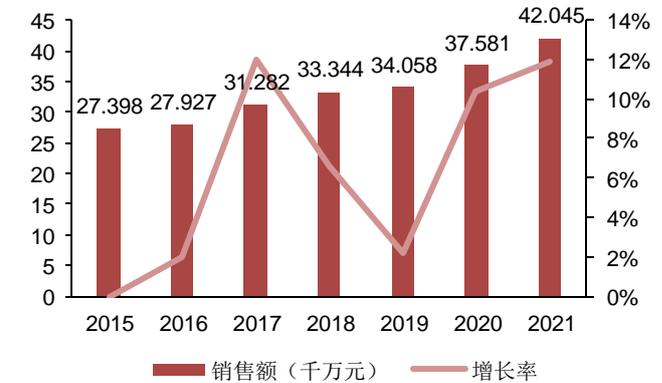
护肝片销售规模稳步增长, 领军地位稳固。从销售规模来看, 2013-2021年, 公司护肝片的销售额持续上升, 2021年, 城市公立医疗机构终端的销售额为 0.7 亿元, 城市实体药店终端的销售额达到 4.2 亿元。

图 30: 2013-2021 年公司护肝片销售额及增长率 (城市公立中成药)



数据来源: 米内网, 西南证券整理

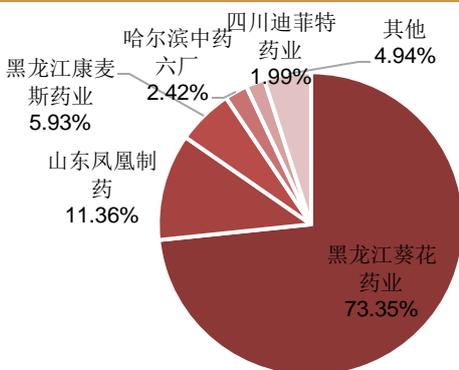
图 31: 2013-2021 年公司护肝片销售额及增长率 (城市实体药店中成药)



数据来源: 米内网, 西南证券整理

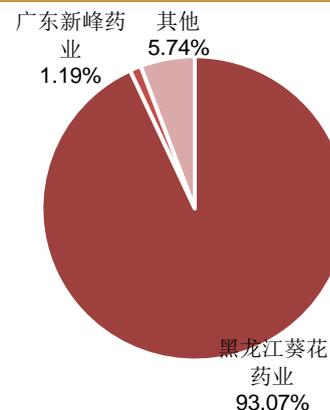
从销售格局来看, 2021 年, 在城市公立医疗机构终端, 公司护肝片的市场份额超过一半, 达到 73.4%, 领先山东凤凰制药、黑龙江康麦斯药业、哈尔滨中药六厂等一众企业。在城市实体药店终端, 公司市场份额达到 93.1%, 以优势领先广东新峰药业等其他企业。

图 32: 2021 年中国护肝片销售格局 (城市公立中成药)



数据来源: 米内网, 西南证券整理

图 33: 2021 年中国护肝片销售格局 (城市实体药店中成药)



数据来源: 米内网, 西南证券整理

胃康灵胶囊拓展老慢病领域第二版图。从销售规模来看，2015-2028年，中国胃康灵胶囊的销售规模略有，但整体维持在1.4亿元以上；在2018年之前处于增长的态势，之后有所回落，2022年的销售额为1.2亿元。

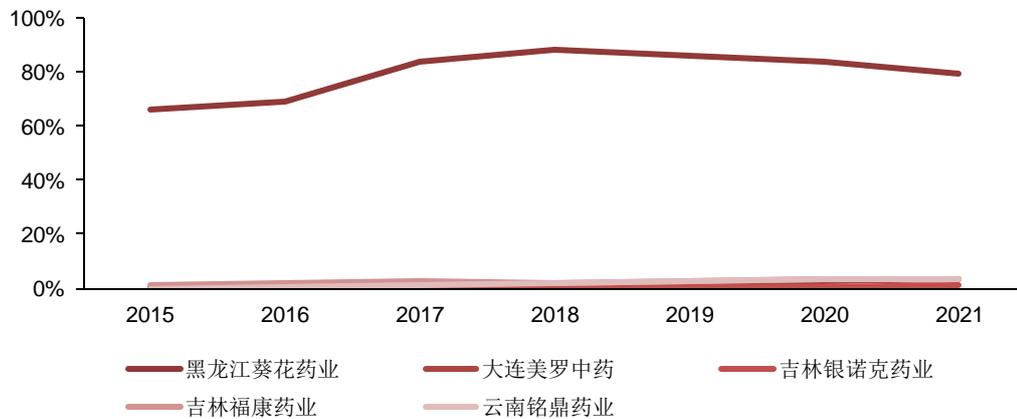
图 34：2015-2021 年公司胃康灵胶囊销售额及增长率（城市实体药店中成药）（万元）



数据来源：米内网，西南证券整理

从销售格局来看。2018年之前，公司胃康灵胶囊的市场份额逐步提升，2018年达到88.4%，之后呈现下滑的态势，2021年市场份额占比80%。但整体而言，公司的市场份额遥遥领先大连美罗中药、吉林银诺克药业等众多企业。

图 35：2021 年中国胃康灵销售 TOP5 格局（城市实体药店中成药）



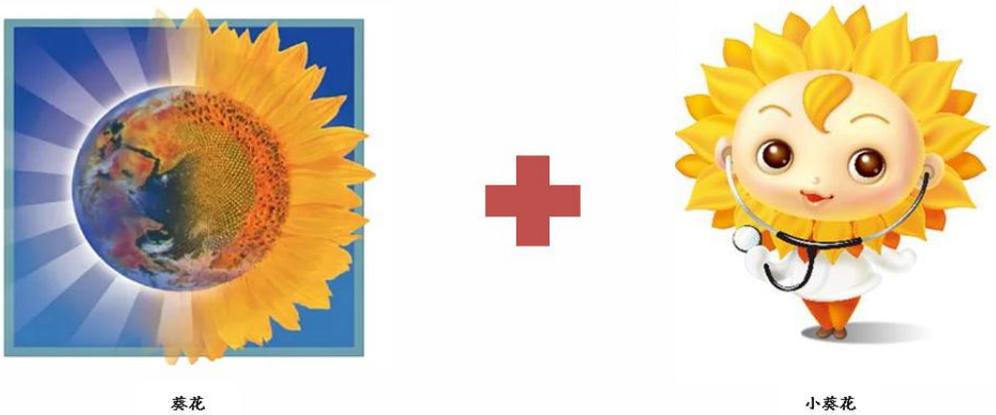
数据来源：米内网，西南证券整理

3 品牌+渠道树立核心壁垒，外延扩张持续推进

3.1 “品牌+品类+品质”，筑牢竞争壁垒

品牌知名度、辨识度高。公司成功打造出“葵花”和“小葵花”两个知名品牌，品牌旗下的产品包装形象具有较高的辨识度。同时，公司还在两大品牌基础上延伸出“葵花康宝、得菲尔、言净欣、言诺欣”等子品牌，构成了葵花品牌梯队。2012-2016年，小葵花儿童用药品牌连续进入中国药品品牌榜，2016年，葵花药业商标被授予“2016年中国医药行业最具影响力十大商标”称号。经北京名牌资产评估有限公司评定，“小葵花”品牌的价值为144.8亿元，“葵花”品牌的价值为184.3亿元。2022年，“小葵花”儿药品牌凭借优异的市场表现和品牌影响力荣登“中国医药·品牌榜”的零售终端——儿童感冒咳嗽用药榜单。

图 36：公司品牌形象



数据来源：公司公告，西南证券整理

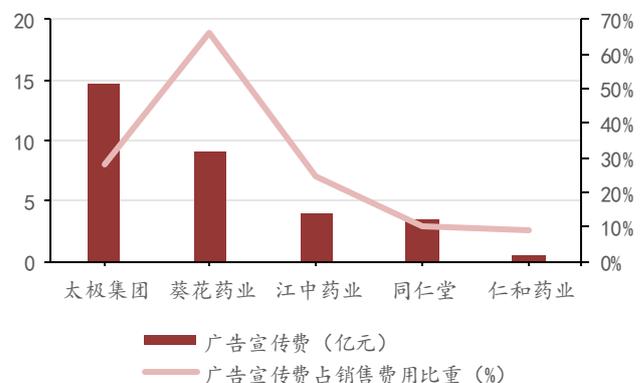
高比重广告宣传费助力品牌影响力提升。作为需要品牌效应加持的 OTC 企业，公司注重广告宣传费的投入。2015-2023 年，公司广告宣传费的投入整体呈现上升趋势，广告宣传费在销售费用中的比重逐渐上升，2020 年受疫情特殊原因公司广告费用下降。2023 年，对比同行业其他企业，葵花药业广告宣传费投入处于行业较高水平。

图 37：2015-2023 年公司广告宣传费及比重



数据来源：wind，西南证券整理

图 38：2023 年同行业公司广告宣传费及比重



数据来源：wind，西南证券整理

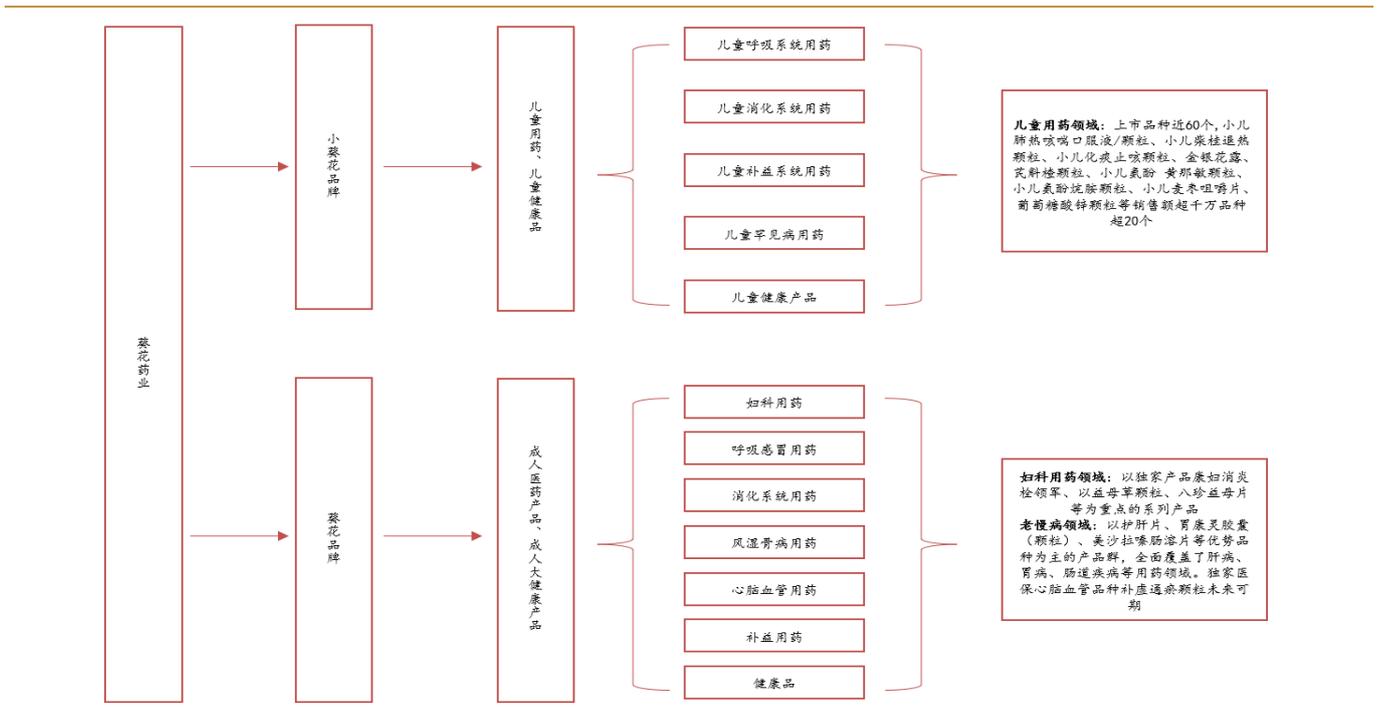
公司坚持打造“葵花”和“小葵花”两大品牌，深化用户认知，巩固品牌壁垒。具体通过 IP 形象升级、垂直内容平台打造与新媒体精细化营销等多维度强化品牌力；通过“小葵花健康包”、“芪斛楂成长季”与“葵花护肝月”等统一市场活动的推广，提升公司品牌的影响力，为业绩的可持续发展奠定基础。

表 8：公司品牌打造的主要措施

形式	内容	目的/成效
品牌春晚	与地方卫视合作地方春晚，集中海量曝光	完成品牌形象年轻化迭代，实现传播覆盖 1.3 亿人次，微博话题破 10 亿
垂直问诊平台	投放问诊平台-春雨医生，集成患教服务	便于患者分享传播，且有利于提升品牌的认知及好感度
主题活动	聚焦单品，打造以产品为核心的“芪斛楂成长季”、以品类为核心的“小葵花健康包”等活动	从用户角度出发，加强品牌运营及用户服务，持续强化儿童要用儿童药的品牌主张，持续打造儿药第一品牌的专业形象
公益活动	推行“葵花护肝月”主题活动、推广葵花护肝操，传播保肝、护肝专业知识	以健康链接用户，拉升品牌高度，增加品牌厚度，提高公司成人药品牌认可度及市场美誉度

数据来源：公司公告，西南证券整理

品牌引领，品类扩容。公司以“葵花”、“小葵花”两大品牌为引领，构建“小葵花”儿童用药品类集群、“葵花”成人用药中的妇科用药和老慢病用药品类集群、大健康产业的产品品类集群。“小葵花品牌”引领下的儿童用药品类覆盖儿童呼吸系统疾病、胃肠道疾病、免疫补益系统、儿童罕见病领域。在 60 余个上市品种中，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、金银花露、小儿氨酚烷胺颗粒、芪斛楂颗粒等流量产品成为明星产品。“葵花品牌”引领下的妇科用药品类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；老慢病用药品类以护肝片、胃康灵胶囊（颗粒）、美沙拉嗪肠溶片、独家医保心脑血管品种补虚通瘀颗粒等品种为主，全面覆盖了肝病、胃病、肠道疾病等常见用药领域。葵花药业的品类集群覆盖范围广泛，各个领域均培育出了黄金大单品。

图 39：公司品类概况


数据来源：公司公告，西南证券整理

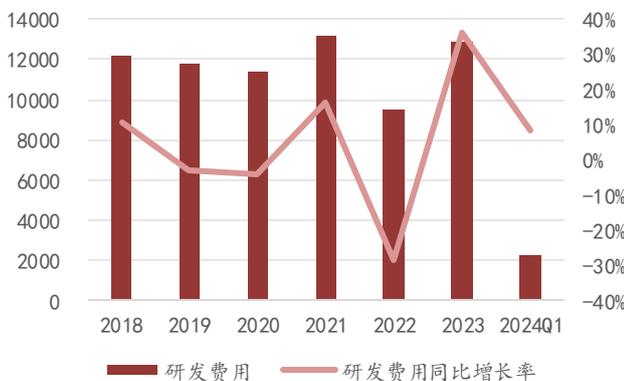
高品质赢得市场认可。公司注重保障产品质量，遵循“药材好、药才好”的理念，从原材料入手，甄选道地药材，将成本结构向原材料倾斜，并聚焦工艺与智能制造，提升产品品质，保障品牌的领导力。

3.2 研发成果显著，助推产业链闭环

研发成果扩充产品线。2023 年公司已组建北京儿童制剂技术研发平台、北京研究院、哈尔滨研究院、益生菌联合研发中心及各生产企业研发团队，形成四院一体、研产共进的态势，公司坚持“买、改、联、研、代”既定的研发领域总体方针，围绕儿科、成人消化及妇科产品为中心，获得适应症闭环的产品组合，丰富公司重点领域产品管线，满足公司整体未来发展需求。买：包括购买与葵花销售资源对接的，在重大疾病防治领域里有确切疗效的品种以及开展外延式并购。改：包括重塑主品技术工艺，从品种剂型、生产质量、检测技术等多方面实现品种升级。联：主要是加强集团研究所和生产企业研究生的联合协作。研：通过建立集团研究所，加大公司研发投入，提升企业自主研发能力。代：主要包括代理销售、授权研发等。

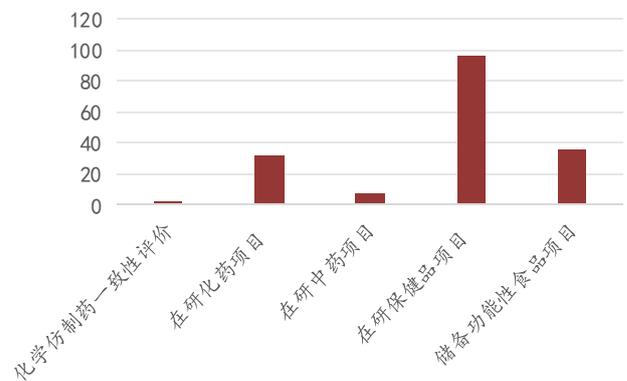
从研发角度来看，2018-2024Q1，公司的研发费用投入稳步提升，2022 年部分研发项目完成，公司研发费用有所下降。2023 年，公司研发费用达到 1.3 亿元，公司开展的研究项目包括：开展化学仿制药一致性评价 2 项；在研化药项目 32 个，主要聚焦在儿科、成人消化及妇科治疗领域；在研中药项目 7 个，主要集中于经典名方研发；在研保健品项目 97 个，主要集中于普通食品、保健食品、益生菌自有菌株研究等大健康领域；储备功能性食品项目 36 项。

图 40：2018-2024Q1 公司研发费用（万元）及同比增速（%）



数据来源：wind，西南证券整理

图 41：2023 年公司在研项目数量（个）



数据来源：wind，西南证券整理

2023 年，公司开展了多个在研项目，在新品研发方面取得了突破，其中聚乙二醇 3350 散、布洛芬混悬液、布洛芬混悬滴剂及磷酸奥司他韦干混悬剂 4 个品种提交 CDE 并获得受理通知书。同时，2023 年公司护肝片和小儿肺热咳喘口服液完成香港注册申报，阿莫西林颗粒获得通过一致性评价，化药 9 个产品和中药 3 个产品完成中试批生产，1 个化药产品和 1 个中药产品验证批生产，1 个化药产品完成 BE 试验。

表 9：2023 年公司主要在研项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
阿莫西林颗粒	化学仿制药一致性评价	已获得批准通知	通过一致性评价	达到与原研产品质量和疗效一致，提高公司已有产品质量。
聚乙二醇 3350 散	化药注册申报	提交 CDE，并获得受理通知书	获得药品生产批件	增加公司消化及代谢系统-便秘治疗药物的产品管线。
布洛芬混悬液	化药注册申报	提交 CDE，并获得受理通知书	获得药品生产批件	补充公司儿童产品管线
布洛芬混悬滴剂	化药注册申报	提交 CDE，并获得受理通知书	获得药品生产批件	补充公司儿童产品管线。
磷酸奥司他韦干混悬剂	化药注册申报	提交 CDE，并获得受理通知书	获得药品生产批件	抗病毒药，补充公司儿童产品管线。
护肝片	香港注册申报	提交香港卫生署，并获得受理通知书	获得香港中成药注册批件	
小儿肺热咳喘口服液	香港注册申报	提交香港卫生署，并获得受理通知书	获得香港中成药注册批件	
盐酸非索非那定口服混悬液	化药注册申报	完成 BE 实验，准备注册申报	获得药品生产批件	抗过敏药，补充公司儿童产品管线
KHYF2004	化药注册申报	完成验证批生产，进行稳定性研究	获得药品生产批件	补充维生素药，补充公司儿童产品管线
KHYF2017	化药注册申报	完成验证批生产，进行稳定性研究	获得药品生产批件	妇科用药，补充公司妇科产品管线
羚羊角颗粒	补充申请	完成验证批生产，进行稳定性研究	获得药品生产补充批件	老产品合规性生产
KHYF202202	化药注册申报	完成验证批生产，进行稳定性研究	获得药品生产批件	增加消化系统及代谢-治疗肝胆疾病药物的产品管线
乳双歧杆菌 XLTG11 新食品原料申报	申报新食品原料，并在其使用范围中纳入婴幼儿人群，从而推进该菌株被列入《婴幼儿可用的益生菌名单》，解决应用受限等问题	完成新食品原料申报，取得行政许可申请受理单	获得新食品原料批准	打造自有明星菌株
一株预防或治疗结肠炎的乳双歧杆菌及其应用	申报美国发明专利，扩大自有菌株保护范围	完成两次审查及答复，美国国知局进行最后第三次检索，等待批复	获得专利授权	打造自有明星菌株

数据来源：公司公告，西南证券整理

从并购的角度来看，子公司红叶公司通过 BD 模式，与印度 DR. REDDY'S LABORATORIES LIMITED（“瑞迪制药”）协作，取得了儿童罕见病用药氨己烯酸口服溶液用散的国内独家代理推广权；子公司五常葵花以 MAH 方式获取双黄连颗粒、小儿泻速停颗粒等 6 个儿童用药品种。这两项举措不仅拓宽了公司儿童用药的涉足领域，而且为儿童用药产品集群的扩张积聚了势能，进一步巩固了公司的竞争壁垒。

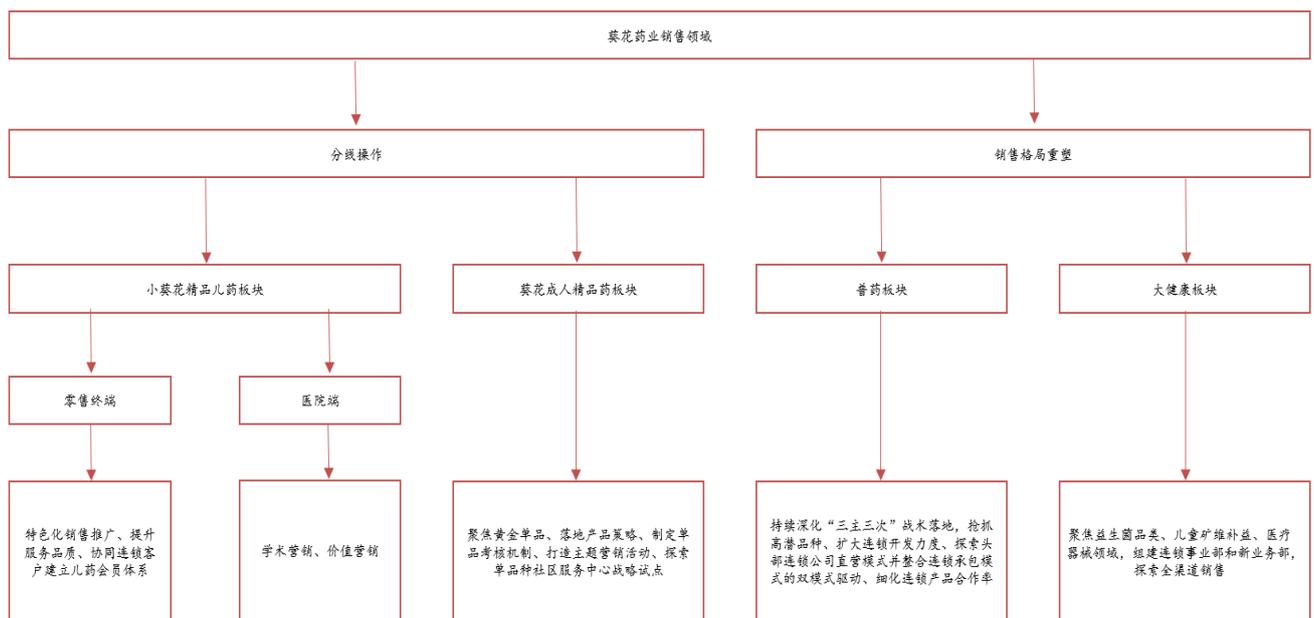
3.3 渠道优势明显，激发终端活力

营销网络优势明显。葵花药业的营销坚持市场化运作，以消费者和销售者为重心，通过公司自建营销渠道、自主产品推广、自控营销终端。目前，公司组建了庞大、有竞争力的营销队伍，建立了深度覆盖全国的营销网络。公司拥有近 30 个事业部级销售单元，在全国建立了近 400 支省级销售团队，与全国超 500 家医药流通企业建立了良好稳定的合作关系，产品有效覆盖全国近 8000 家等级医院、诊所，以及超过 30 万家零售终端网点。依托自控营销网络，公司有能力强迅速实现产品的全国性覆盖。

强化品牌拉力，提升品牌曝光与品种关注度。2023 年公司创新媒介传播策略，结合热点性事件，实践性应用品牌快反传播模式，推动跨界品牌营销活动落地，持续提升品牌流量和曝光度，比如公司 2023 年强化护肝大讲堂、小葵花妈妈课堂等企业 IP 打造，通过知识及内容传播形式，构建自媒体矩阵，拉升终端客户与用户的数量，提高客户与品牌的粘性，进行学术科普，链接客户心智，从引流、留存、互动、裂变四个维度提升影响力。针对黄金单品的明显淡旺季特征，采用差异化的品牌、品种推广策略。通过梯队式、组合式、广域式多种用户链接方式，形成对终端客户、终端用户的有效触达，强化品牌认知、品种认可。

分线操作、销售组织格局重塑助力全渠道联动。为更好把握用户需求，促进公司儿药及黄金大单品的发展，2022 年，公司对小葵花精品儿药板块、葵花成人精品药板块进行分线操作，并重塑销售组织格局。同时，并开启“工厂+互联网平台+终端”新销售模式的试水。小葵花精品儿药板块下，公司在零售终端持续聚焦核心单品，依据产品特色产品进行销售推广，在医院端深化学术营销与价值营销转型，围绕头部医院灵活开展科室会+沙龙会+PMS+巡讲会等学术会议与各领域主题论证会议；葵花成人精品药板块下聚焦黄金单品、落地产品策略，推行单品考核机制，开展多类疾病日主题营销活动；普药板块下，深化“三主三次”战术落地，探索高潜力品种以贡献增量，持续扩大连锁开发力度并细化连锁产品的合作率；大健康板块下，主打儿童矿维补益、益生菌品类以及医疗器械领域，组建连锁事业部和新业务部，开启多种渠道销售。

图 42：销售领域分线操作与销售格局重塑概况



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2024-2026 年公司主营业务的预测如下：

假设 1：中成药：公司坚定实施“品种为王、黄金单品为王中王”策略，深度挖掘公司核心品种，积极强化护肝大讲堂、小葵花妈妈课堂等企业 IP 打造，公司核心品种护肝片、小儿肺热咳喘口服液/颗粒、胃康灵胶囊、小儿柴桂退热颗粒等产品有望迎来进一步增长，假设公司 2024-2026 中成药销量分别增长 8%、15%、17%，随着公司收入提升，加上公司通过战略储备、优化渠道、加强周转、联合带量等方式控制原料成本，假设公司中成药 2024-2026 年毛利率分别为 54%、55%、55%。

假设 2：化学药：儿童药战略是公司的第一核心战略，公司将持续打造儿童药核心品种，有望带动小儿氨酚烷胺颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒的增长，假设公司 2024-2026 年化学药销量分别增长 4%、5%、6%。

假设 3：营养保健品：考虑到人口老年化的提升，公司营养健康品等大健康业务有望迎来增长，假设 2024-2026 年公司营养保健品分别增长 10%、15%、17%。

表 10：葵花药业收入及毛利分析

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
中成药	营业收入	41.4	44.8	51.5	60.2
	YOY	15.3%	8.0%	15.0%	17.0%
	毛利率	53.8%	54.0%	55.0%	55.0%
	毛利	22.3	24.2	28.3	33.1
化学药	营业收入	13.6	14.1	14.9	15.7
	YOY	2.8%	4.0%	5.0%	6.0%
	毛利率	61.9%	62.0%	63.0%	63.0%
	毛利	8.4	8.8	9.4	9.9
营养保健品	营业收入	1.8	2.0	2.3	2.7
	YOY	8.5%	10.0%	15.0%	17.0%
	毛利率	74.6%	76.0%	77.0%	77.0%
	毛利	1.4	1.5	1.8	2.1
其他	营业收入	0.2	0.2	0.2	0.2
	YOY	36.4%	10.0%	15.0%	17.0%
	毛利率	13.1%	15.0%	16.0%	16.0%
	毛利	0.0	0.0	0.0	0.0
合计	营业收入	57.0	61.1	68.8	78.9
	YOY	11.9%	7.1%	12.7%	14.6%
	毛利率	56.3%	56.5%	57.4%	57.2%
	毛利	32.1	34.5	39.5	45.1

数据来源：wind，西南证券

4.2 相对估值

综合考虑业务范围，我们选取了健民集团、济川药业作为葵花药业的可比公司。公司均深耕儿童用药领域，在行业排名都较靠前，在经营模式和相关产品方面与葵花药业均有一定类似，具备可比性，因此选取这两家公司作为可比公司。

表 11：可比公司估值

可比公司	证券代码	股票价格	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
健民集团	600976	54.36	3.4	4.05	4.93	5.98	16	13	11	9
济川药业	600566	32.44	3.06	3.28	3.7	4.12	11	10	9	8
平均值								12	10	8

数据来源：wind，西南证券整理（注：公司股票价格为2024.6.21股价）

5 风险提示

行业政策变动风险：医药产业政策改革不断深化，医药行业进入深度调整阶段，政策连环加码，行业集中度提高，对整个医药行业的发展带来重大、深远影响。

新品导入不达预期风险：为进一步提升公司品牌产品力，夯实市场竞争优势，公司不断优化自身产品结构，并以“买、改、联、研、代”为研发战略，快速实现新产品获得，前瞻性地布局空白市场细分领域，但新产品导入市场，需要一定时间的培育，同时，受市场需求、渠道推广、消费者认知等多方因素影响，短期内销售业绩存在不确定性。

原材料价格波动风险：药材由于受地域、气候、环境、劳动力成本等因素的影响，导致价格存在一定波动性。如果原材料价格涨幅较大，将有可能对公司成本端产生影响，进而影响公司利润。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5700.29	6105.58	6879.76	7886.27	净利润	1164.94	1256.77	1385.33	1543.19
营业成本	2491.56	2658.37	2934.22	3372.96	折旧与摊销	176.87	268.86	271.55	273.35
营业税金及附加	68.50	36.63	41.28	47.32	财务费用	-31.96	-3.09	-11.87	-15.27
销售费用	1366.53	1465.34	1719.94	1971.57	资产减值损失	-0.98	-30.00	-30.00	-30.00
管理费用	472.84	518.97	619.18	749.20	经营营运资本变动	-423.22	-328.49	29.10	-10.07
财务费用	-31.96	-3.09	-11.87	-15.27	其他	4.05	36.04	19.63	24.75
资产减值损失	-0.98	-30.00	-30.00	-30.00	经营活动现金流净额	889.69	1200.08	1663.74	1785.95
投资收益	46.96	5.00	10.00	10.00	资本支出	-7.79	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	-16.39	0.00	0.00	0.00	其他	43.99	5.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	36.20	-15.00	-10.00	-10.00
营业利润	1366.83	1464.36	1617.02	1800.50	短期借款	-405.57	-4.43	0.00	0.00
其他非经营损益	-12.06	-3.00	-6.17	-6.09	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1354.77	1461.36	1610.85	1794.41	股权融资	25.66	0.00	0.00	0.00
所得税	189.83	204.59	225.52	251.22	支付股利	-584.00	-753.68	-846.35	-932.94
净利润	1164.94	1256.77	1385.33	1543.19	其他	-74.93	6.35	21.87	25.27
少数股东损益	45.80	0.01	0.01	0.01	筹资活动现金流净额	-1038.83	-751.76	-824.48	-907.67
归属母公司股东净利润	1119.14	1256.76	1385.32	1543.18	现金流量净额	-112.71	433.32	829.26	868.28
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2287.01	2720.33	3549.59	4417.87	成长能力				
应收和预付款项	210.22	314.85	327.21	373.63	销售收入增长率	11.89%	7.11%	12.68%	14.63%
存货	873.19	931.41	1028.91	1183.37	营业利润增长率	25.98%	7.14%	10.43%	11.35%
其他流动资产	1417.54	1386.47	1395.51	1407.28	净利润增长率	28.06%	7.88%	10.23%	11.39%
长期股权投资	45.42	45.42	45.42	45.42	EBITDA 增长率	12.96%	14.45%	8.47%	9.69%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1422.34	1180.38	935.72	689.26	毛利率	56.29%	56.46%	57.35%	57.23%
无形资产和开发支出	437.14	431.14	425.14	419.13	三费率	31.71%	32.45%	33.83%	34.31%
其他非流动资产	189.04	188.16	187.27	186.39	净利率	20.44%	20.58%	20.14%	19.57%
资产总计	6881.91	7198.15	7894.76	8722.34	ROE	23.28%	22.87%	22.96%	23.22%
短期借款	14.43	10.00	10.00	10.00	ROA	16.93%	17.46%	17.55%	17.69%
应付和预收款项	1050.82	1152.23	1282.93	1463.34	ROIC	74.88%	69.01%	77.77%	95.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.52%	28.34%	27.28%	26.10%
其他负债	811.98	540.43	567.35	604.27	营运能力				
负债合计	1877.23	1702.66	1860.29	2077.61	总资产周转率	0.82	0.87	0.91	0.95
股本	584.00	584.00	584.00	584.00	固定资产周转率	4.02	4.79	6.58	9.80
资本公积	915.66	915.66	915.66	915.66	应收账款周转率	47.22	52.79	44.47	48.08
留存收益	3251.50	3754.58	4293.55	4903.79	存货周转率	3.29	2.93	2.98	3.04
归属母公司股东权益	4763.44	5254.24	5793.21	6403.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.14%	—	—	—
少数股东权益	241.25	241.26	241.27	241.28	资本结构				
股东权益合计	5004.69	5495.49	6034.47	6644.73	资产负债率	27.28%	23.65%	23.56%	23.82%
负债和股东权益合计	6881.91	7198.15	7894.76	8722.34	带息债务/总负债	0.77%	1.17%	1.61%	1.93%
					流动比率	3.15	3.98	4.19	4.29
					速动比率	2.58	3.29	3.51	3.60
					股利支付率	52.18%	59.97%	61.09%	60.46%
					每股指标				
					每股收益	1.92	2.15	2.37	2.64
					每股净资产	8.57	9.41	10.33	11.38
					每股经营现金	1.52	2.05	2.85	3.06
					每股股利	1.00	1.29	1.45	1.60
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	1511.73	1730.12	1876.69	2058.58					
PE	12.52	11.15	10.12	9.08					
PB	2.80	2.55	2.32	2.11					
PS	2.46	2.30	2.04	1.78					
EV/EBITDA	6.78	5.68	4.80	3.96					
股息率	4.17%	5.38%	6.04%	6.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
