



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

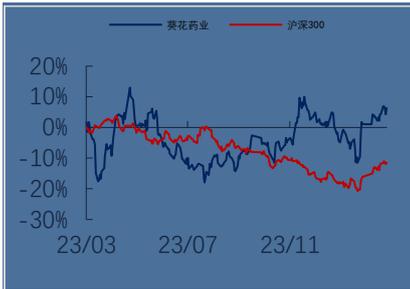
公司研究

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

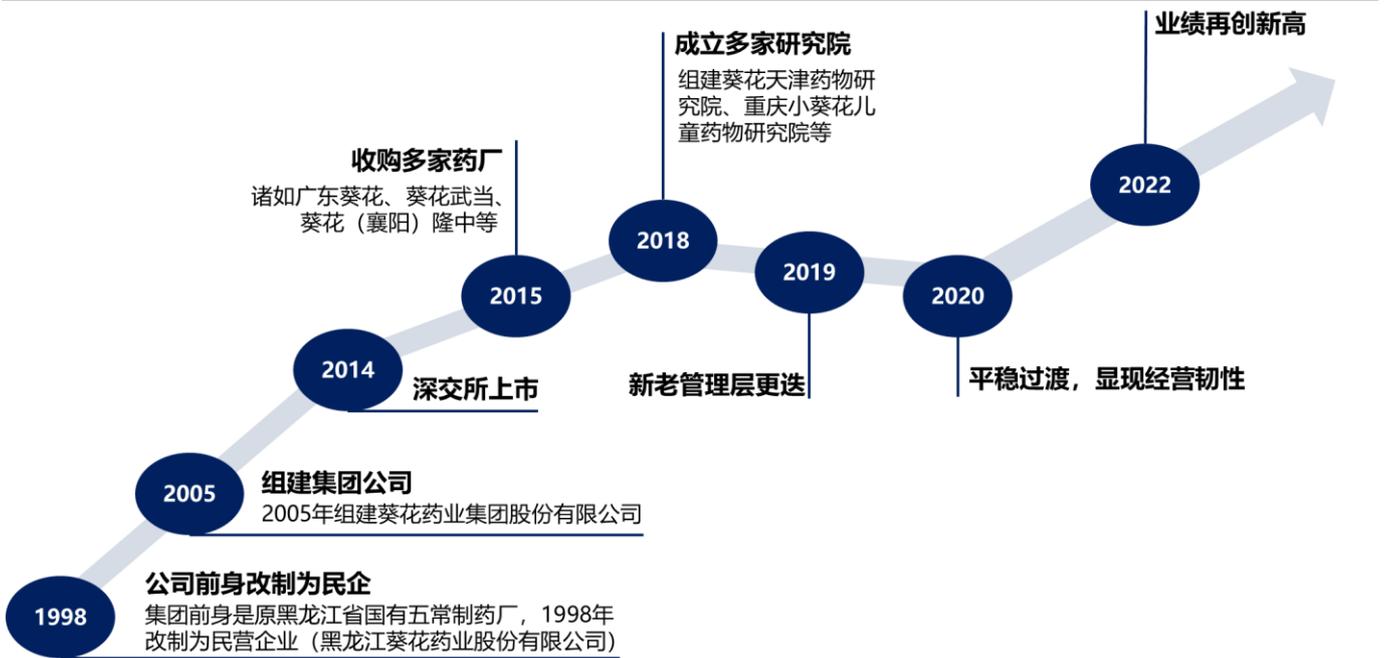


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

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

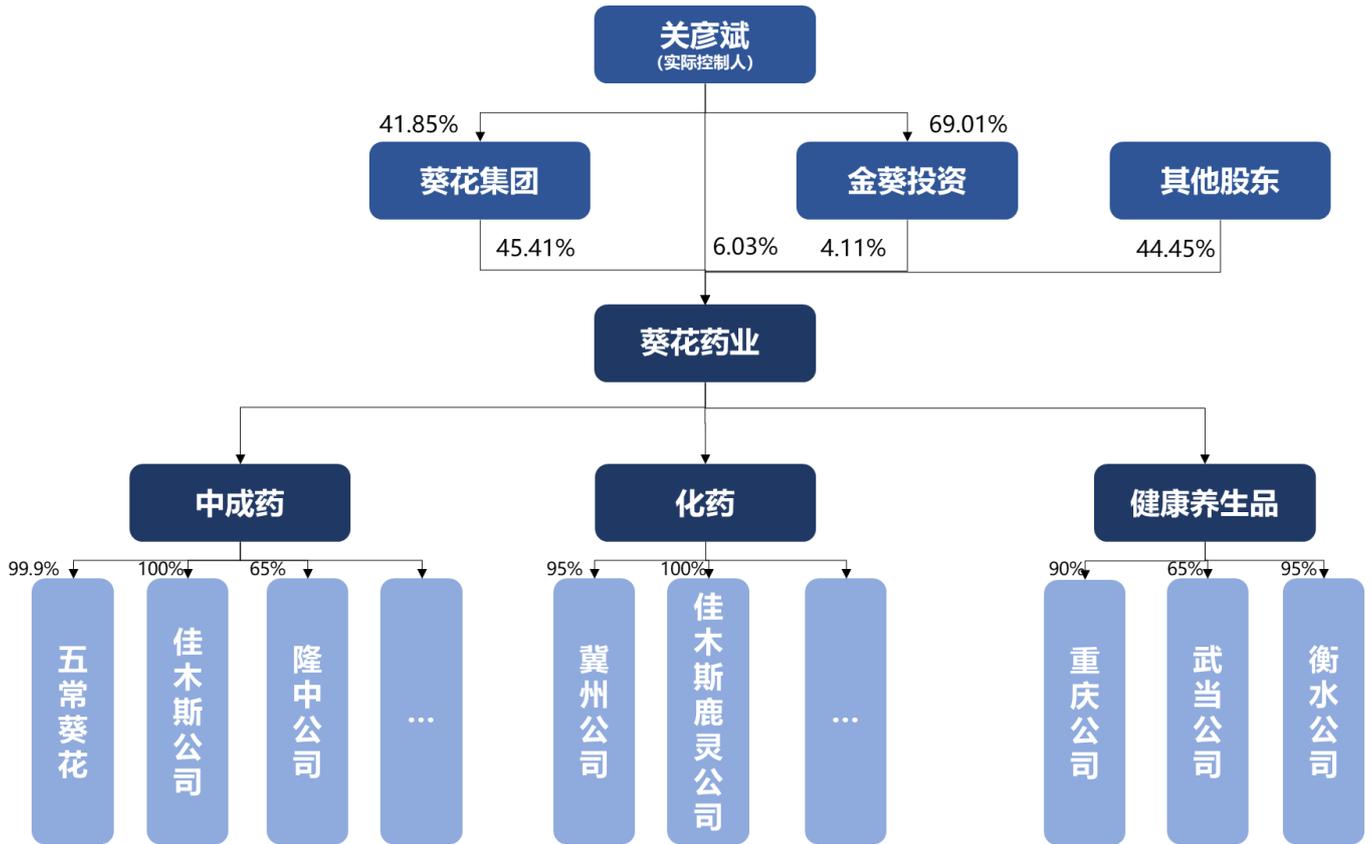


资料来源: 公司官网, 公司公告, ifind, 葵花药业公众号, 信达证券研发中心

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

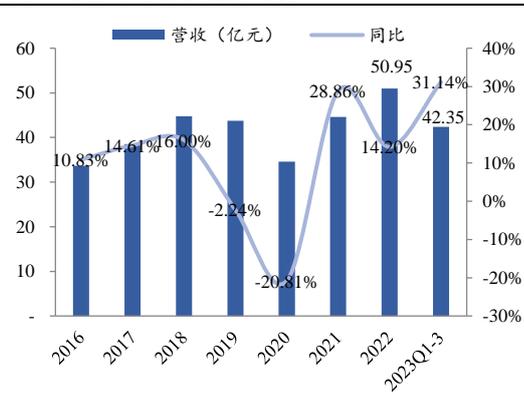
首次公告日	授权价格	授予股数	业绩目标
2021/4/6	受让价格为 6.70 元/股	不超过 418 万股（占公司股本总额的 0.72%）	1) 以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 10% (实际比 2020 年增长 29%) 2) 以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 21% (实际比 2020 年增长 47%) 3) 以 2020 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 33%
2022/8/24	受让价格为 7.50 元/股	不超过 295 万股（占公司股本总额的 0.51%）	1) 以 2021 年营业收入为基数，2022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

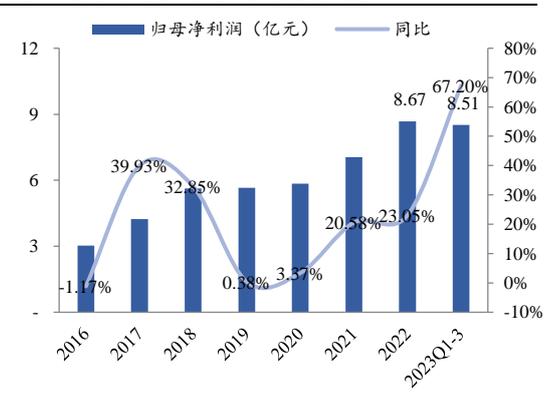
2016 年-2023Q3 期间公司经营面变动主要分为 3 个阶段：①2016-2018 年期间公司由老董事长关彦斌先生管控，期间公司维持稳健增长，营收复合增速 15%，归母净利润复合增速为 36%。归母利润增速高于营收增速主要系公司通过合理控费致使期间费用率下降，从而提升公司整体净利率水平。②2019 年至 2020 年公司经历新老管理层更迭以及新冠疫情的影响，期间公司营收有所下降，而归母利润端仍保持正增长（主要系期间销售费用率控制较好）。③2021 年至今公司进入新的发展通道，一方面公司管理层更替完成且新管理层团队展示较强经营管理能力，另一方面系整体 OTC 市场销售趋于常态化，2022 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



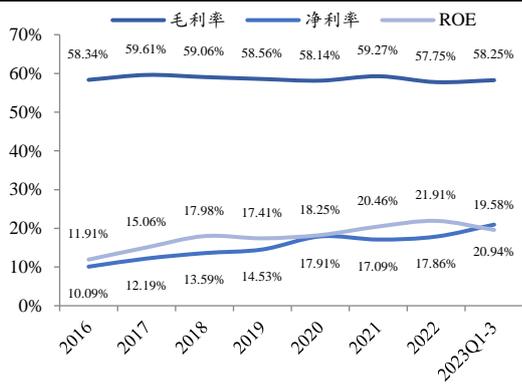
资料来源：ifind，信达证券研发中心

图6: 近年公司归母净利润变动趋势

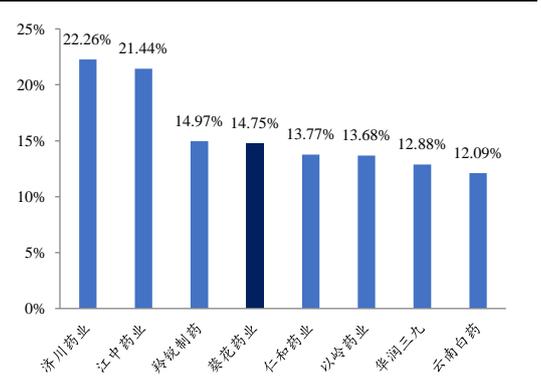


资料来源：ifind，信达证券研发中心

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。

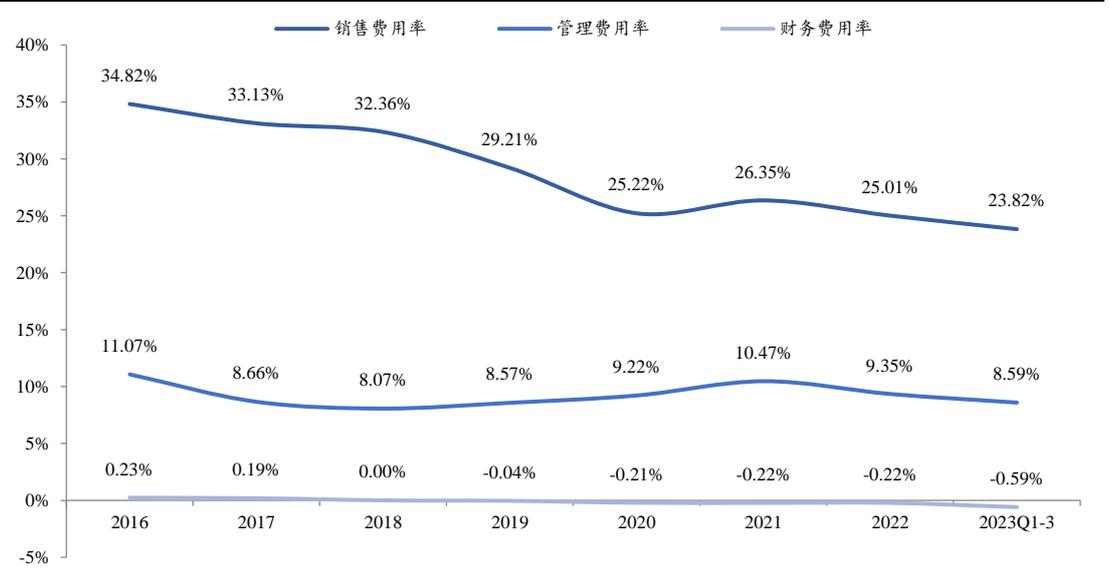
图7: 近年公司盈利能力变动


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


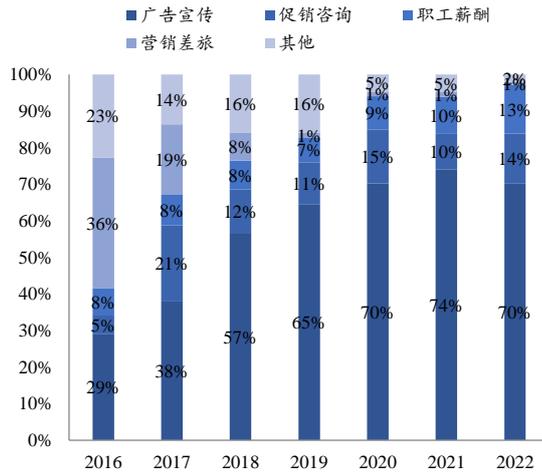
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

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。

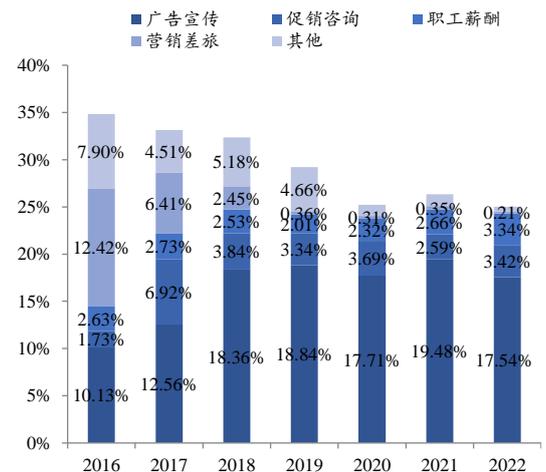
图9: 近年期间费用率变动


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。

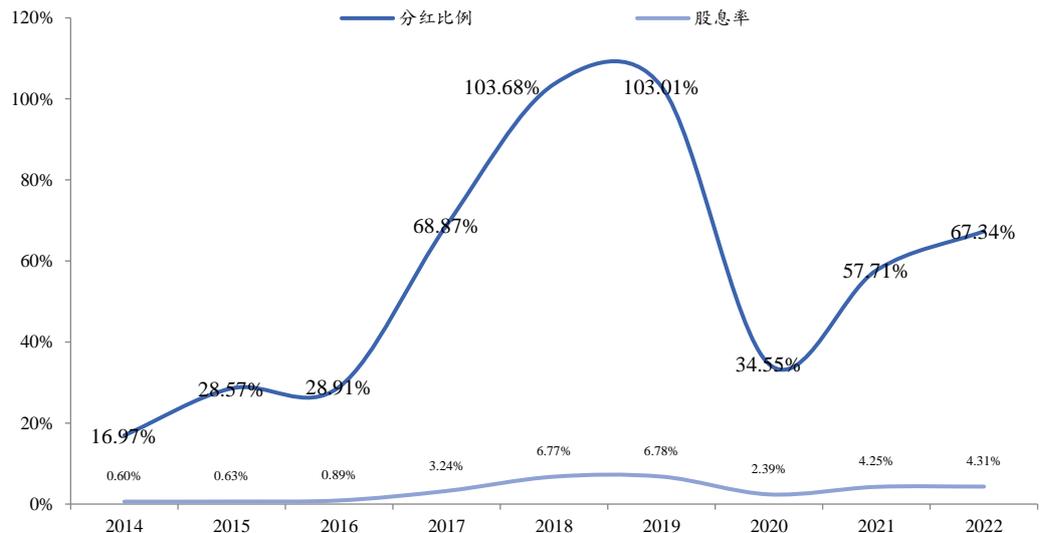
图10: 近年销售费用构成变化趋势


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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/428036132001006045>