

## 千金药业 (600479)

公司研究/深度报告

# 业绩增长稳定，女性健康产业布局顺利

深度研究报告/医药

2017年03月20日

### 报告摘要：

#### ● 公司简介：立足妇科领域，打造女性大健康产业

公司以妇科中成药产品为基础，核心产品是妇科千金片/胶囊。1998年成立了湘江药业，2012年收购协力药业32%的股权，增加了化药板块。2011年成立卫生用品公司，推出医用级卫生巾品牌千金净雅，逐步向女性大健康领域布局。

#### ● 行业分析：女性大健康产业未来前景广阔

中国女性庞大的人口基数为妇科用药市场和女性卫生用品市场提供了巨大的容量。妇科用药市场规模年增速约为14%，市场集中度在逐渐提高；女性卫生用品市场集中度高，高端需求快速增长，目前外资品牌占有优势。

#### ● 中药板块：千金系列终端提价效果显现，二线产品快速增长

中药板块2016年全年营收7.97亿，同比增长11.08%。千金系列产品渠道控货影响消除，终端提价效果显现，估计千金片/胶囊2016年营业收入约6亿元。二线产品投标进程加快，其中妇科断红饮胶囊新进国家医保乙类，有望逐渐打开市场。

#### ● 化药板块：保持高速增长趋势，在研产品储备丰富

化药板块2016年全年营收6.93亿元，同比增长19.07%。其中，缬沙坦销售约1.6亿，成为湘江药业的第一大品种；恩替卡韦销售6000多万，进口替代空间巨大。公司研发方面储备丰富，全年共获得16个化药产品的临床批件。考虑到国产仿制药替代原研药是必然趋势，未来发展值得期待。

#### ● 中药衍生板块：初见成效，快速布局女性大健康产业

千金净雅2016年营收约为1.6亿元，同比增长68.98%，我们估计全年净利润亏损收窄在1700万左右，同比下降约50%，该产品有望在2017年扭亏为盈。此外，公司成功推出“千金饮”系列，进一步向中药衍生品领域延伸。

#### ● 盈利预测与投资建议

预计公司2017~2019年EPS为0.50、0.61、0.77元；对应PE分别为32、27、21倍。我们看好公司未来发展空间和潜质，继续维持“强烈推荐”评级。

#### ● 风险提示

中药原材料价格波动；产品销售不及预期；产品招标进程缓慢。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,865	3,369	3,968	4,629
增长率（%）	17.1%	17.6%	17.8%	16.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	149	174	211	268
增长率（%）	60.7%	16.4%	21.3%	27.2%
每股收益（元）	0.43	0.50	0.61	0.77
PE（现价）	37.6	32.3	26.6	20.9
PB	3.2	3.0	2.8	2.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

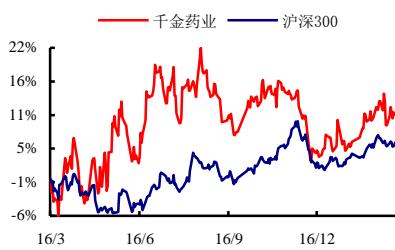
**强烈推荐** 维持评级

**合理估值：** 20.96—24.18元

**交易数据** 2017-3-17

收盘价（元）	16.12
近12个月最高/最低	17.93/13.88
总股本（百万股）	349
流通股本（百万股）	305
流通股比例（%）	87.40
总市值（亿元）	56
流通市值（亿元）	49

### 该股与沪深300走势比较



**分析师：马科**

执业证号：S0100513070001

电话：010-85127661

邮箱：make@mszq.com

**研究助理：吴汉靓**

执业证号：S0100115030010

电话：0755-22662074

邮箱：wuhanjing@mszq.com

**研究助理：蔡明子**

执业证号：S0100116010026

电话：021-60876731

邮箱：caimingzi@mszq.com

### 相关研究

1. 千金药业(600479): 立足妇科中药，逐步布局女性大健康产业 20161128

## 目录

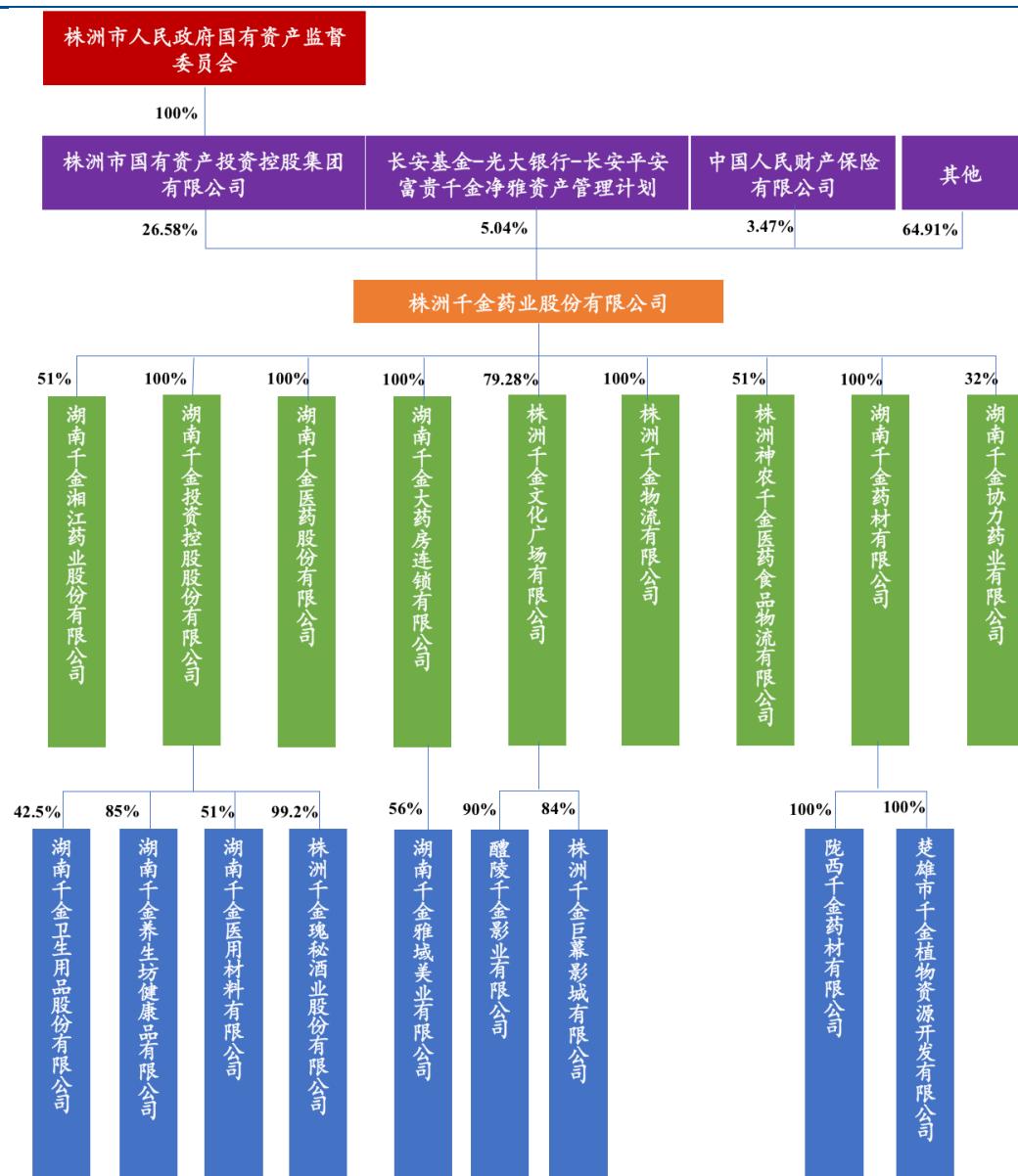
<b>一、公司简介：立足妇科领域，打造女性大健康产业 .....</b>	<b>3</b>
1、股权结构清晰，药品、卫生用品占主导地位 .....	3
2、立足中药、重视化药，打造女性大健康产业 .....	4
<b>二、行业分析：女性大健康产业未来前景广阔 .....</b>	<b>5</b>
1、妇科用药市场规模稳步增长，中成药占主导地位 .....	5
2、女性卫生用品市场容量巨大，高端需求快速增加 .....	8
<b>三、中药板块：千金系列提价效果显现，二线产品快速增长 .....</b>	<b>11</b>
1、千金系列终端提价效果显现，公司多渠道提升产品竞争力 .....	11
2、二线中成药产品投标进程加快，有望进一步提升盈利空间 .....	15
<b>四、化药板块：保持高速增长趋势，在研产品储备丰富 .....</b>	<b>17</b>
1、拉米夫定片和恩替卡韦分散片快速抢占乙肝用药市场 .....	18
2、缬沙坦胶囊和马来酸依那普利片布局心血管用药市场 .....	21
3、潜力品种进入新版国家医保，在研项目储备丰富 .....	23
<b>五、中药衍生板块：初见成效，快速布局女性大健康产业 .....</b>	<b>24</b>
1、千金净雅渠道布局顺利，未来业绩值得期待 .....	24
2、瑰秘酒业成立，进一步布局女性大健康产业 .....	26
<b>六、定向增发：大股东增持彰显信心 .....</b>	<b>27</b>
<b>七、盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>28</b>
<b>八、风险提示 .....</b>	<b>28</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>29</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>30</b>

## 一、公司简介：立足妇科领域，打造女性大健康产业

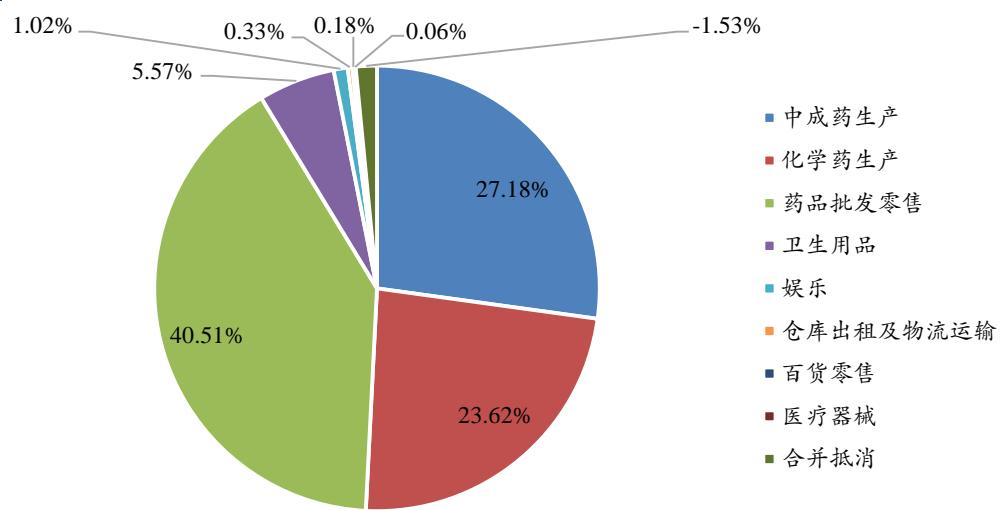
### 1、股权结构清晰，药品、卫生用品占主导地位

株洲千金药业股份有限公司的前身是 1966 年成立的株洲市中药加工厂，1993 年进行股份制改革。公司于 2004 年 3 月 12 日在上海证券交易所上市，截至 2017 年 3 月 10 日，公司总市值 57 亿。株洲市国有资产投资控股集团有限公司（简称株洲国投）持有千金药业 26.58% 的股份，为千金药业第一大股东；且株洲市人民政府国有资产监督管理委员会（简称株洲国资委）全资控股株洲国投，因此，株洲国资委为千金药业的实际控制人。

图 1：千金药业股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图 2：公司 2016 年营业收入构成**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2、立足中药、重视化药，打造女性大健康产业

公司核心业务为中成药业务，主要经营品种为妇科千金片系列产品（妇科千金片、千金胶囊等）。公司 1998 年成立了湘江药业，2012 年收购协力药业 32% 的股权，增加了化药板块；2011 年成立了千金卫生用品公司，推出国内首个医用级卫生巾品牌——千金净雅。公司的战略规划是：跳出妇科，做女性健康系列；跳出本业，做中药衍生系列。以妇科中成药为核心，逐步向女性健康领域延伸，以“一元多化，增质强量”为发展路线，提升自身核心竞争力。

**图 3：千金药业公司发展大事记**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

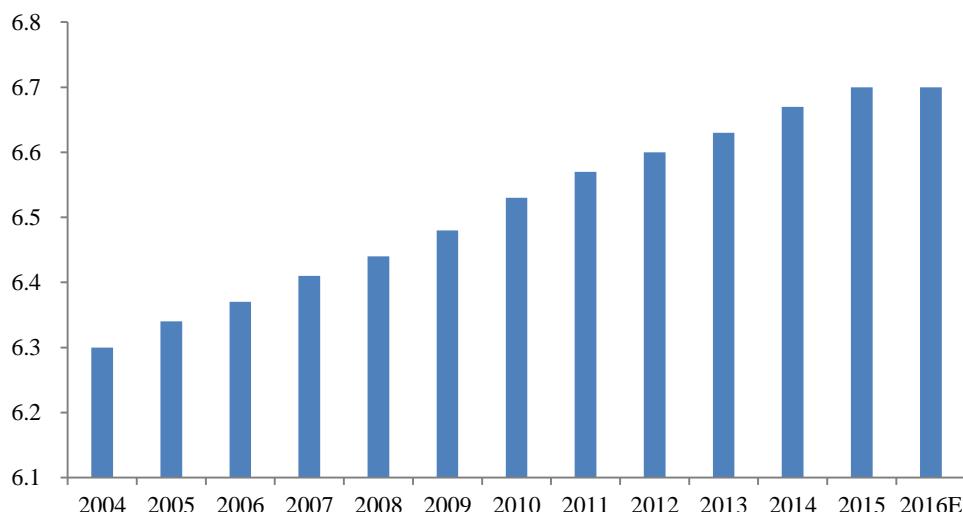
公司拥有 18 家子公司，初步构建了包括医药制造、医药流通和中药种植在内的医药全产业链业务框架。产业链的扩张保持了公司生产经营的连贯性，降低了市场风险。公司在医药行业的纵向布局，为其在未来的市场竞争中带来较好的产业联动优势。

具体业务板块会在第三、四、五部分详细阐述。

## 二、行业分析：女性大健康产业未来前景广阔

从主营业务构成来看，妇科用药和卫生用品营业收入占有很大的比重，所以我们从妇科用药和卫生用品这两个细分行业来分析千金药业所处的行业背景。2015 年中国女性人口数量达到 6.7 亿，占全国人口总数的 48.8%，庞大的人口基数为这两个细分行业提供了巨大的市场容量。

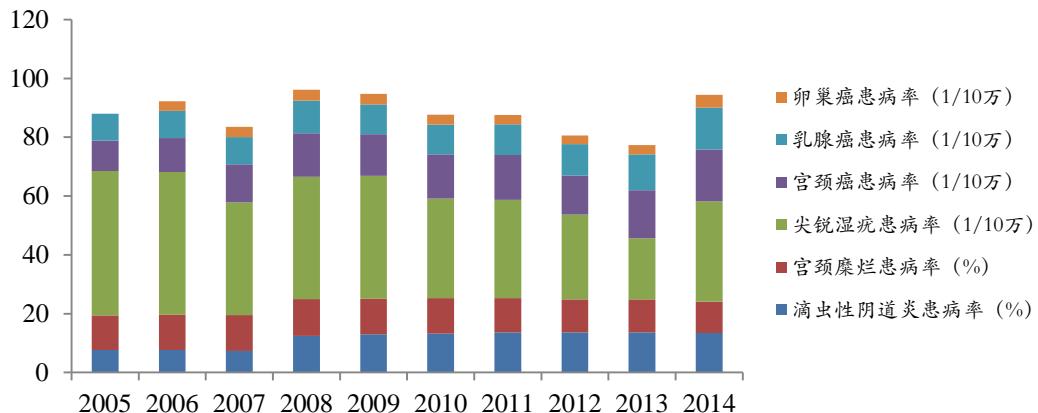
图 4：近年中国女性人口总数稳步增加（单位：亿人）



资料来源：中国产业信息网；民生证券研究院

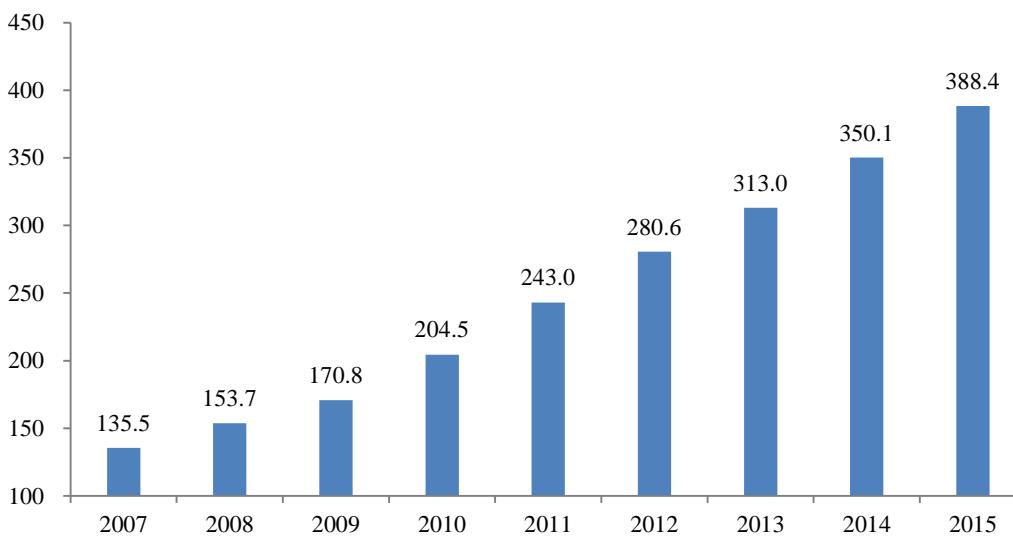
### 1、妇科用药市场规模稳步增长，中成药占主导地位

世界卫生组织 (WHO) 对全球妇女健康状态的调查研究表明：妇科疾病发生率已达 65% 以上，而在育龄期妇女中，妇科疾病发病率已超过了 70%。我国妇女患病情况也不容乐观。据卫生部门统计，我国约有 70% 的育龄妇女罹患过不同程度的妇科疾病，卵巢变异率已近 33%，子宫内膜异位症的发病率上升到 15% 左右，而盆腔炎、宫颈炎等妇科常见病发病率持续上升。

**图 5：近年中国女性妇科疾病患病率**


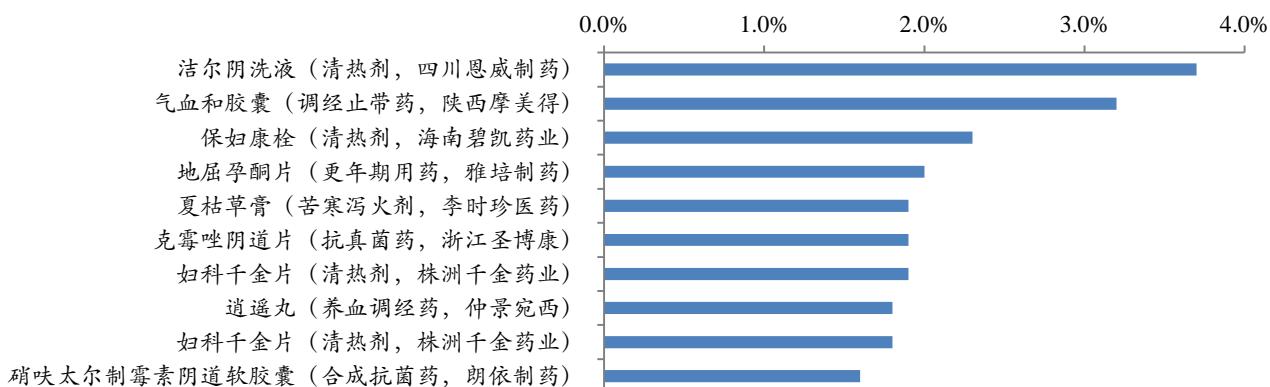
资料来源：中国卫生数据库，eps 平台，民生证券研究院

妇科用药是针对成年女性特有的妇科疾病开发的药品统称。女性特有的生理结构和体质，加之环境污染加剧、竞争压力增加、工作节奏加快、生活方式改变等诸多因素，妇科疾病的发病率较高。随着中国女性自我保护意识的增强，妇科用药需求呈现快速增长的趋势。2007 年中国妇科用药市场规模为 135.5 亿元，到 2015 年达到 388.4 亿元，年复合增长率为 14.07%。

**图 6：近年中国妇科用药市场规模稳步提升（单位：亿元）**


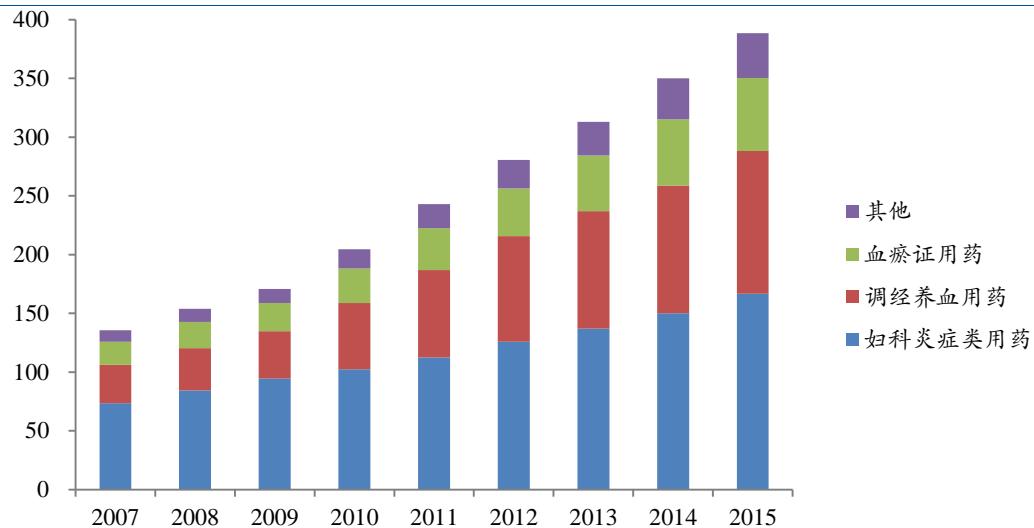
资料来源：智研咨询，民生证券研究院

目前中国的妇科用药生产企业数量多、规模小、难以形成规模效应。企业产品存在同质化问题，各大企业之间竞争激烈。2016年上半年，中国妇科疾病用药前十大产品销售份额总和仅为 22.1%，市场集中度较低。此外，前十大产品中有七个中成药，本土品牌在该领域中竞争优势明显。未来随着妇科用药行业逐渐走向成熟、企业改革的深入和产品结构的调整，国内医药企业并购、重组进程将加快，强者愈强、两极分化趋势将越来越明显。

**图 7：2016年上半年妇科用药销售额份额 Top10 品牌**


资料来源：米内网，民生证券研究院

从适应症来看，妇科用药具体可分为妇科炎症类用药、调经养血用药和妇科血瘀证用药三大类，2015 年三大类用药的占比分别为 42.9%，31.3% 和 16.0%，对应金额分别为 166.6 亿、120.4 亿、62.1 亿元。

**图 8：中国妇科用药市场各类别用药规模和占比**


资料来源：智研咨询，民生证券研究院

从制剂类型看，妇科炎症市场产品基本分为外用药和口服药两大类。据统计，外用药占比 67%，口服药占比 33%。其中，外用药主要分为洗剂类、栓剂类和泡腾片类。

**表 1：中国妇科炎症类用药类型和主要品牌**

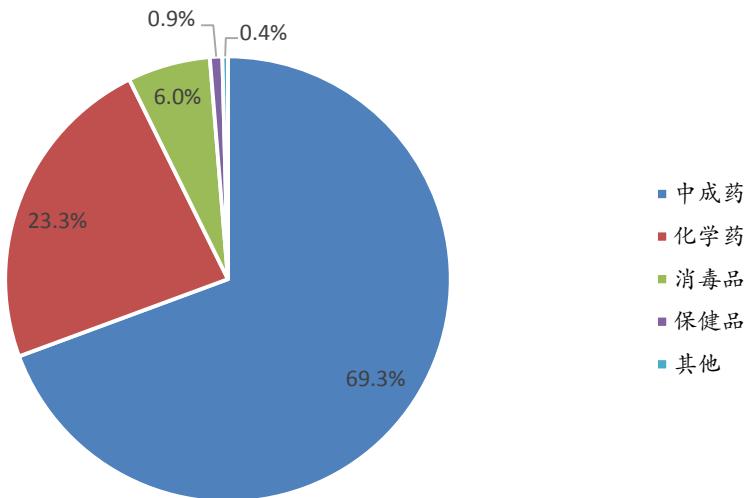
类型		主要品牌
外用药	洗剂	洁尔阴、肤阴洁
	栓剂	达克宁栓剂、修正消糜栓
	泡腾片	金方双唑泰、美舒泡腾片、洁尔阴泡腾片、米可定阴道泡腾片
口服药		妇科千金片、妇炎康片、花红片、金鸡胶囊、康乃馨抗宫炎片

资料来源：民生证券研究院整理

中成药在口服类妇科用药市场占有明显优势。与整个医药市场中成药占比低不同，由于

妇科疾病往往需要长期用药，中成药因成本低、副作用小，在治疗妇科疾病方面发挥着重要作用。2016年上半年中成药占据妇科用药零售市场份额的69.4%，而化学药仅占23.3%。

图 9：2016年上半年妇科用药零售市场结构占比



资料来源：米内网，民生证券研究院

表 2：零售药店妇科炎症中成药市场格局

	2013	2014	2015
妇科千金片	11.28%	妇炎康	10.81%
妇炎康	10.78%	妇科千金片	10.76%
洁尔阴	9.95%	洁尔阴	10.21%
消糜	8%	保妇康	8.83%
保妇康	7.94%	消糜	8.02%
妇宁	4.29%	复方黄松	4.14%
抗宫炎	4.25%	抗宫炎	3.85%
复方黄松	4.09%	妇宁	3.82%
复方苦参	2.60%	康复炎	2.57%
复方莪术油	2.53%	复方苦参	2.45%
合计	65.71%	合计	65.46%
			合计
			67.78%

资料来源：米内网，民生证券研究院

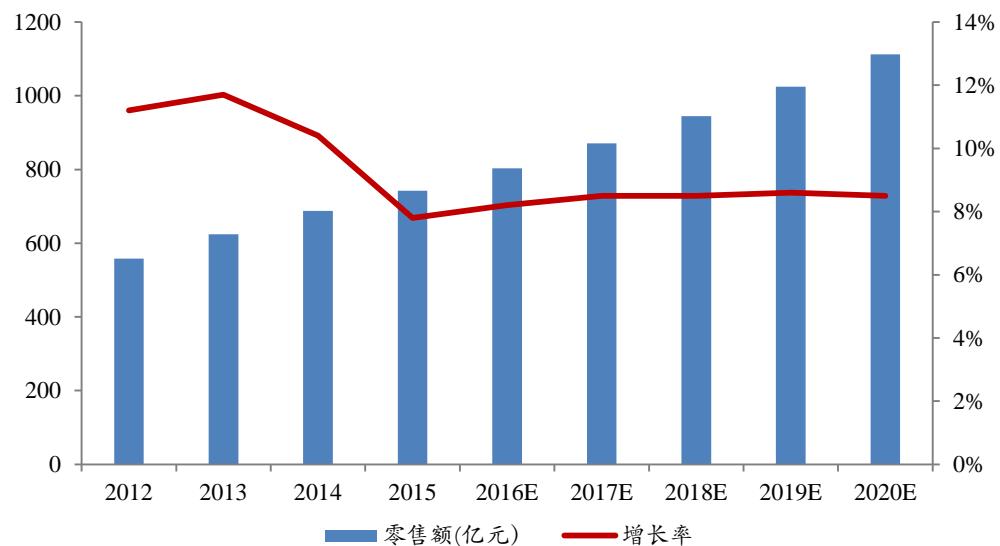
## 2、女性卫生用品市场容量巨大，高端需求快速增加

随着国内女性社会地位和经济地位的不断提高，女性对自身健康的关注和需求也在不断加大。女性消费者的需求扩展到了全方位多层次的卫生用品服务。由于女性卫生用品是一种稳定的日常一次性消耗产品，不具有周期性，市场需求具有很强的刚性。

据中商产业研究院发布，2011-2015年期间，中国女性卫生用品市场的年复合增长率约为10.3%，2015年零售额达到742亿元，同比增长7.8%，远高于全球女性卫生用品市场的平均增长率（约为3.10%）。假设2016-2020年中国女性卫生用品市场以年复合增长率8.5%的速度继续增长，2020年整个市场规模将达到1112亿元。2015年中国女性卫生用品人均消费

额为 54.3 元，预计到 2020 年将达到 79.2 元，2016-2020 年年复合增长率达 7.9%。

图 10：中国女性卫生用品市场零售额统计和预测



资料来源：中国产业研究院，民生证券研究院

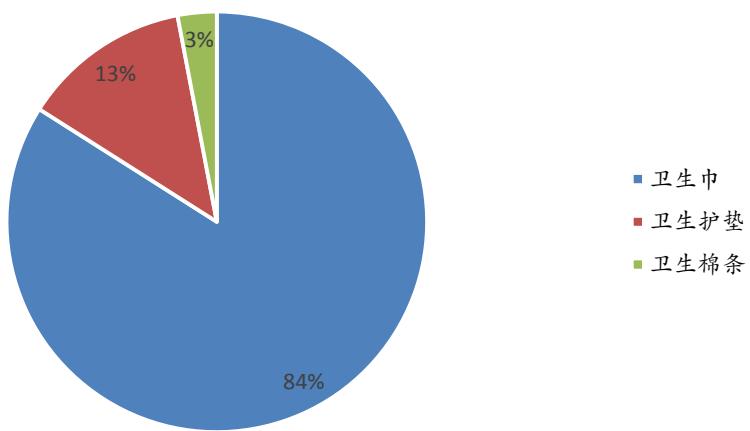
中国女性卫生用品市场有望进一步扩容的驱动因素包括：

1. 更换次数增加。国家统计局数据显示，中国 14-49 岁女性人口数量稳定在 3.6 亿左右。按照此适龄段女性平均每次经期 5 天，每天更换 3 次进行测算，每年的市场需求量达 648 亿片。日本女性经期每天平均更换 6 次，随着经济发展水平提高，我国女性更换卫生用品次数也将逐渐增加，若按每天更换 6 片来计算，我国每年的卫生用品需求量将达 1296 亿片。
2. 个性化需求。女性卫生用品功能的多样化、差异化发展为女性消费者的经期护理提供了更多个性化的选择。卫生用品功能逐渐细分将会是行业未来的发展趋势。
3. 适龄段延伸。近年来女性卫生用品使用适龄女性年龄段有向两端延伸的趋势，部分女孩 11-12 岁就来月经，更年期延长到 50-60 岁，从而增加了女性卫生用品的市场容量。
4. 渗透力提升。虽然中国的女性卫生用品市场在一、二线城市相对成熟，但产品正继续向三、四级城市和乡镇渗透，市场渗透率也将逐步提高。
5. 消费升级。随着健康意识不断增强，女性消费者对卫生用品的安全、舒适、贴身等方面的要求日渐提高。对洁净健康具有高关注度的女性消费者，将成为最有价值的目标群体。

**图 11：女性卫生用品市场扩容驱动因素**


资料来源：民生证券研究院整理

中国女性卫生用品按不同的产品功能和形态可以分为卫生巾、卫生护垫和卫生棉条三大产品类别。卫生巾是使用最广泛的产品类别，占据了 84% 的市场份额，处于绝对的主导地位；卫生棉条在国内的认知度和接受度还比较低，主要集中在欧美国家。

**图 12：2014 年中国卫生巾市场占据女性卫生用品市场 84% 的份额**


资料来源：博思数据，民生证券研究院

目前国内的卫生巾市场品牌众多。但在高端市场，国内企业所占市场份额不超过 10%。外资品牌凭借雄厚的资金实力和强力的推广力度，牢牢控制着中国的一线城市，而国内品牌凭借全国性流通渠道的优势，占据着二三线城市市场。

**表 3：国内卫生巾市场现状**

	高端市场	中端市场	低端市场
品牌	苏菲、护舒宝、高洁丝、乐而雅等跨国公司品牌	七度空间、安尔乐、ABC 等国产品牌	好舒爽、洁婷等区域性品牌
价格（元/片）	2-2.5	1-2	0.5-1
主要销售场所	城市区域洗护用品店及连锁超市	城市区域洗护用品店及连锁超市	乡镇超市及小卖部

资料来源：民生证券研究院整理

中国女性巾用品市场集中度高，跨国公司占据优势。2015 年全国市场份额排名前五的品牌占据了 61.70 的市场份额，排名前十的企业占据了超过 80% 的市场份额。2015 年恒安国际

集团有限公司成为中国女性卫生巾市场厂商中的最大制造商。

**表4：2015年卫生巾品牌市场份额Top5**

品牌	生产企业	市场份额
七度空间	恒安集团	18.00%
护舒宝	宝洁	15.60%
ABC	景兴健康护理实业	10.80%
苏菲	尤妮佳生活用品	9.80%
乐而雅	日本花王	7.50%
合计	-	61.70%

资料来源：中国报告大厅，民生证券研究院

### 三、中药板块：千金系列提价效果显现，二线产品快速增长

妇科中成药产品是公司的核心业务。公司妇科用药覆盖了绝大部分的妇科疾病。

**表5：千金药业妇科中成药产品分类**

类别	产品
妇科炎症类用药	妇科千金片/胶囊、椿乳凝胶、千金宁洗液、妇洁阴洗液、妇炎康片
补血理气类用药	补血益母丸、妇康宝颗粒
妇科调经类用药	妇科调经片、痛经宁胶囊、千金止带丸、八珍益母片、千金康媛颗粒
子宫出血治疗类	妇科断红饮胶囊
妇科增生类用药	乳癖康胶囊
妇科更年期药物	更年舒片、加味逍遥丸

资料来源：公司官网，民生证券研究院

中药板块，公司继续稳定医院市场，突出抓好 OTC 终端，重点扶持妇科千金片(胶囊)，持续培养补血益母丸、椿乳凝胶、妇科断红饮胶囊等二线产品。2016 年中药产品重新步入增长轨道，实现了恢复性增长，全年营收 7.97 亿元，销售同比增长 11.08%。

#### 1、千金系列终端提价效果显现，公司多渠道提升产品竞争力

妇科千金片/胶囊是公司的主导产品，自 1980 年上市以来，因其良好的产品品质和市场基础，始终处于妇科炎症类用药领域的领先地位。

**表6：妇科千金片/胶囊产品介绍**

产品名称	妇科千金片	妇科千金胶囊
主要成分	千斤拔、金樱根、穿心莲、功劳木、单面针、当归、鸡血藤、党参	
主治功能	清热除湿，益气化瘀。用于湿热瘀阻所致的带下病，腹痛，症见带下量多、色黄质稠，小腹疼痛，腰骶酸痛，神疲乏力；慢性盆腔炎见有上述证候者。	
产品剂型	片剂（薄膜衣）	胶囊剂
上市时间	1980	2002
产品属性	国家中药保护品种、国家基本药物目录品种 国家基本医疗保险目录甲类品种、唯一列入国家秘密技术的妇科中成药品种 《中国药典》收载品种 独家品种、双跨品种	
产品规格	0.32g*72、0.32g*108	0.4g*36

产品用量	一次 6 片，一日 3 次	一次 2 粒，一日 3 次
产品渠道	基层医疗市场和 OTC 药店	OTC 药店和等级医院
日均费用	3.75 元	6 元

资料来源：药智网，民生证券研究院

千金片/胶囊的竞争产品包括花红片等口服用药和消糜栓等外用药。其中最主要竞争对手是广西花红药业生产的花红片，两者适用症一致，千金片的日均费用为 3.75 元，属于医保甲类，花红片的日均费用为 5.50 元，新版医保由乙类转甲类。千金片在价格上具有一定的优势。

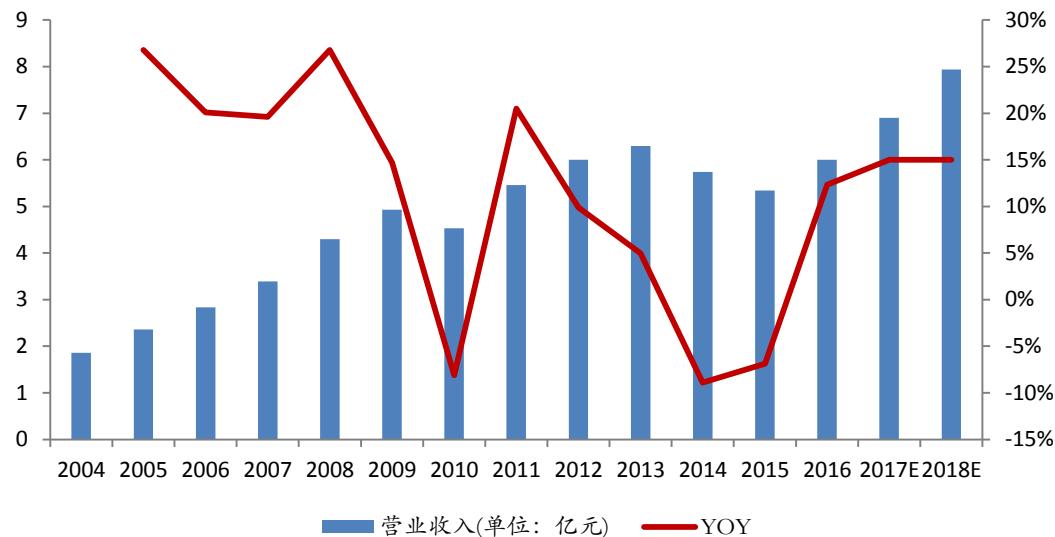
**表 7：妇科千金片/胶囊竞品分析**

产品	生产厂家	适用症	用药途径	独家	日均费用	国家医保	基药
千金片/胶囊	株洲千金药业	清热、化瘀 慢性盆腔炎	口服	是	3.75/6	甲类	是
花红片	广西花红药业	清热、化瘀 慢性盆腔炎	口服	是	5.50	甲类	是
金鸡胶囊	广西灵峰药业	附件炎	口服	否	4.85	乙类	是
金刚藤胶囊	湖北福人药业	附件炎	口服	是	5.74	乙类	否
桂枝茯苓胶囊	江苏康缘药业	活血、化瘀	口服	是	6.48	甲类	否
妇炎康复胶囊	江西杏林白马药业	清热、化瘀 慢性盆腔炎	口服	否	7	乙类 (江西)	否
消糜栓	修正药业	清热解毒 燥湿杀虫 祛腐生肌	外用	否	6	乙类 (吉林, 西藏)	否
洁尔阴	四川恩威制药	清热燥湿 杀虫止痒	外用	是	0.76	乙类	是

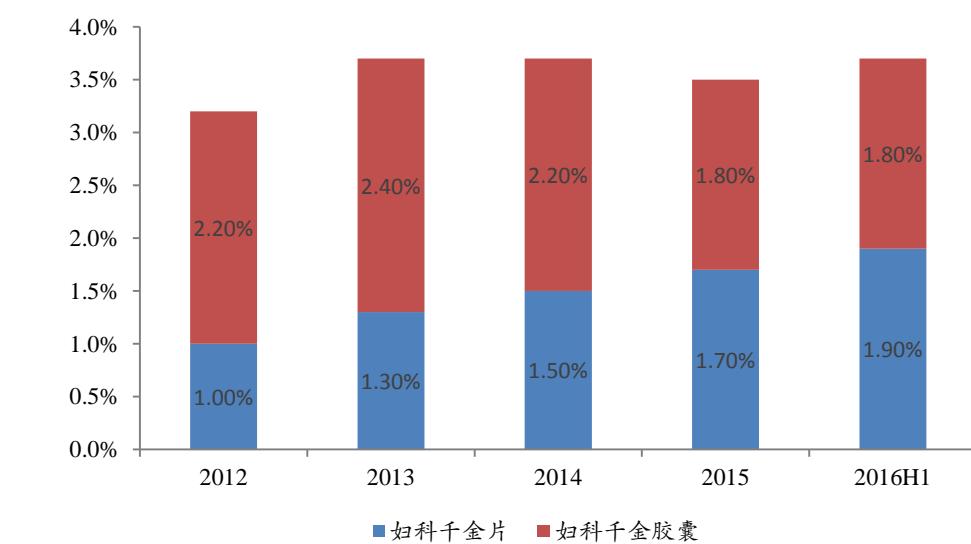
资料来源：药智网，民生证券研究院

### (1) 终端提价效果显现，规模将平稳增长

妇科千金片/胶囊 2004 年至 2013 年营业收入的年复合增长率为 14.50%，随后进入瓶颈期。根据 2014 年卫计委发布的低价药价格管理规定，西药日均费用不超过 3 元，中成药日均费用不超过 5 元，妇科千金片属于低价药目录品种。2014 年第四季度，公司有意控货以提升终端价格，导致千金片全年销售收入降低 12.11%，千金系列产品全年销售收入降低 8.9%。2015 年 5 月，妇科千金片终端提价 20% 以提高销售渠道的积极性，全年业绩继续短暂下滑。2016 年提价效果开始显现，渠道控货的影响逐渐消除，估计千金片/胶囊全年营业收入约 6 亿元。假设未来两年保持 15% 的平稳增速，到 2018 年，千金片/胶囊的营收规模将达到 7.93 亿元。

**图 13：妇科千金片/胶囊营收和增速 (%)**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图 14：2012 年-2016 年上半年妇科千金片/胶囊市场份额**


资料来源：米内网，民生证券研究院

## (2) 营销改革和质量把控提升产品竞争力

2015 年，妇科千金片/胶囊的销售模式有所改变，考核机制由过去的任务本位转换成利润本位，把利润作为核心指标，省区薪酬总额与其利润贡献挂钩，通过利润导向激发营销团队动力。同时，公司持续开展妇科千金再升级深化研究，项目计划完成药材、饮片及成药的质量标准研究，建立从田间到车间再到临床的全过程质量控制标准化体系。预计总投入 2000 万元，预期 2018 年完善和提升现有千金片/胶囊的质量控制，提高产品的临床疗效，形成符合“精标饮片”要求的妇科千金片，提升产品竞争力。

## (3) 中药材价格上涨，公司多种措施应对

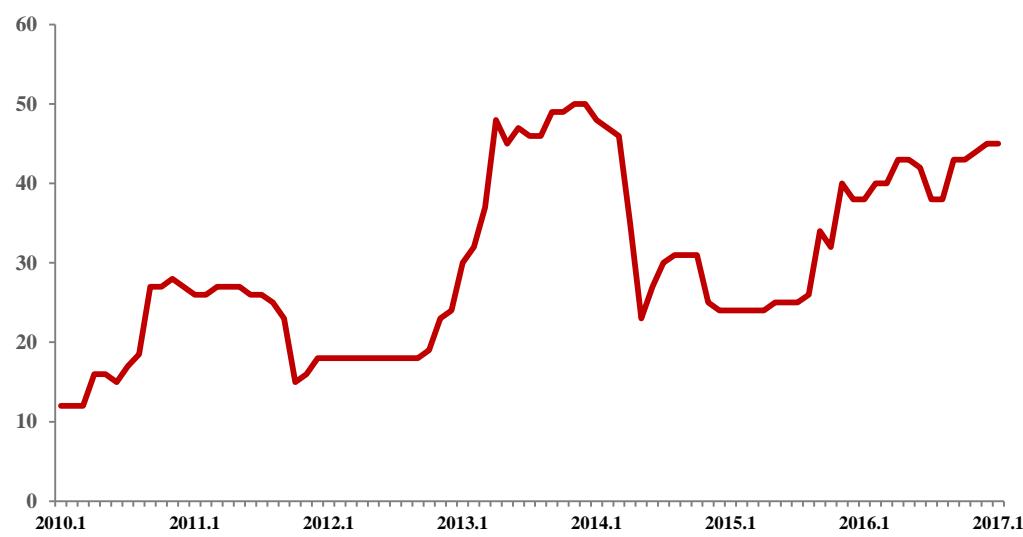
公司主导产品妇科千金片/胶囊的主要成分包括名贵中药材党参和当归，二者占产品成本的 70%左右。党参的价格自 2016 年下半年以来有比较明显的上升趋势，但目前的市场价格 68 元/公斤仍处于近几年价格的中段位置。当归的价格自 2015 年下半年以来有稳步提升的趋势，目前的市场价格 45 元/公斤处于近几年价格的高位。我们预计这两种药材可能继续涨价。公司通常会提前半年左右购入中药原材料，原材料价格的上涨会随着前期库存的原材料逐步出库反映在毛利率上，给公司的盈利能力带来一定的压力。但千金药业针对以上风险已采取了多种应对措施：1) 子公司千金药材在甘肃、云南等地设立中药材种植和加工基地，可满足公司的部分中药材需求；2) 适时做好战略库存，尽量减少中药材价格波动的不利影响。

图 15：党参（白条中统）价格走势图（元/公斤）



资料来源：药通网，民生证券研究院

图 16：当归（草把）价格走势图（元/公斤）



资料来源：药通网，民生证券研究院

此外，公司的药材资料项目已处于开展阶段。项目针对妇科千金片/胶囊中 5 味野生药材(千斤拔、金樱根、功劳木、单面针、鸡血藤)继续或逐步开展其人工种植技术研究。同时，

在必要的情况下，实施野生药材的产业化种植工作。项目预计总投入 1500 万元，预计将在 2020 年解决所有野生药材的人工种植技术储备工作，保证妇科千金片/胶囊的可持续发展。

## 2、二线中成药产品投标进程加快，有望进一步提升盈利空间

### (1) 补血益母系列：剂型替代拉动毛利，招标进程加快

补血益母系列属于独家产品，主要原材料为当归、黄芪、阿胶、益母草、陈皮、蔗糖、糊精，具有补益气血，祛瘀生新的功效，用于气血两虚兼血瘀证产后腹痛。公司拥有补血益母系列三种剂型产品：颗粒、丸剂和糖浆。其中，补血益母颗粒（丸）属于国家医保目录乙类品种。

表 8：补血益母系列产品

产品	剂型	规格	批准文号	批准日期
补血益母颗粒	颗粒剂	每袋装 12g	国药准字 Z20025791	2014/10/27
补血益母丸 (浓缩丸)	丸剂	每袋装 12g(每 200 丸重 12g)	国药准字 Z20090602	2014/3/24
补血益母糖浆	糖浆剂	每支装 25ml	国药准字 Z20090391	2014/3/24

资料来源：药智网，民生证券研究院

二胎政策放开之后，中国每年或新增 250 万新生儿。产后恢复成为了很多准妈妈开始关注的领域。补血益母颗粒作为产后恢复类中成药这个细分领域的龙头产品，未来市场空间大。

2013 年补血益母颗粒营业收入在 3000 万左右，2014 年开始用补血益母丸替代颗粒剂。实际上在 2014 年之前，补血益母颗粒的毛利率维持在 35%-40% 之间，根据最新的招标价格，同种规格之下，丸剂的价格相比于颗粒剂提升了一倍，剂型替代后有望拉动毛利率提升至 70% 以上，提升利润空间。此外，自 2015 年以来，补血益母丸的招标进程明显加快，到目前已经进入 11 个省级行政区的招标。我们估计 2016 年补血益母丸销售收入超过 2000 万元，同比增长 20% 以上，2017 年有望作为重点品种来培育。

表 9：千金药业补血益母丸部分省份招标进程

药品通用名	规格	中标价(元)	中标省份	发布日期
补血益母丸	12g*6 袋	37.83	重庆	2017-02-13
补血益母丸	12g*10 袋	63.04	重庆	2017-02-13
补血益母丸	12g*6 袋	37.76	四川	2016-12-28
补血益母丸	12g*10 袋	63.67	四川	2016-12-28
补血益母丸	12g(每 200 丸重 12g)	7.5513	内蒙古	2016-10-19
补血益母丸	12g(每 200 丸重 12g)	7.6592	内蒙古	2016-10-19
补血益母丸	12g*6 袋	38.09	山东	2015-11-06
补血益母丸	12g*6 袋	38.5	甘肃	2015-10-16
补血益母丸	12g*10 袋	63.48	上海	2015-09-02
补血益母丸	12g*6 袋	38.09	上海	2015-09-02
补血益母丸	12g*6 袋	37.76	四川	2015-04-30
补血益母丸	12g*10 袋	63.67	四川	2015-04-30
补血益母丸	12g(每 200 丸重 12g)	6.18	湖南	2015-02-04

资料来源：药智网，民生证券研究院

### (2) 妇科断红饮胶囊：终端提价 70%，新进国家医保有望打开市场

妇科断红饮胶囊属于独家产品，主要原材料为赤芍、益母草、三七、仙鹤草、地榆炭、蒲黄炭，具有凉血、化瘀、止血的功效，用于功能失调性子宫出血。上市之初，断红饮胶囊的定价在 17 元左右 (0.4g\*18 粒)，自 2013 年下半年开始，公司上调了价格（见下表），上调幅度在 70% 以上，大大提升了盈利空间。2016 年妇科断红饮胶囊销售额为 100.61 万元，其对应的功能性子宫出血市场容量大约为 15 亿元，前景广阔。此次进入新版国家医保目录乙类有望逐渐打开市场，快速提升销售额。

**表 10：千金药业妇科断红饮胶囊部分省份招标进程**

药品通用名	规格	中标价(元)	中标省份	发布日期
妇科断红饮胶囊	0.4g*36	55.73	湖南	2015-11-04
妇科断红饮胶囊	0.4g*18	33.80	甘肃	2015-10-16
妇科断红饮胶囊	0.4g*18	28.62	湖南	2015-02-04
妇科断红饮胶囊	0.4g*18	28.91	湖南	2014-12-30
妇科断红饮胶囊	0.4g*36	34.20	海南	2013-12-17
妇科断红饮胶囊	0.4g*18	17.21	四川	2013-03-11
妇科断红饮胶囊	0.4g*18	17.22	云南	2011-06-30
妇科断红饮胶囊	0.4g*18	17.18	山东	2011-08-04
妇科断红饮胶囊	0.4g*18	19.01	广西	2011-04-24
妇科断红饮胶囊	0.4g*18	16.53	广西	2011-04-24
妇科断红饮胶囊	0.4g*18	17.18	山西	2011-04-23
妇科断红饮胶囊	0.4g*18	17.06	内蒙古	2011-01-17

资料来源：药智网，民生证券研究院

### (3) 椿乳凝胶：工艺改善，与千金系列产品优势互补

椿乳凝胶属于独家产品，2009 年上市，主要原材料是椿皮、苦参、牡丹皮、乳香、冰片，具有清热燥湿，祛瘀生肌的功效，用于慢性宫颈炎之宫颈糜烂，是国内首个治疗慢性宫颈炎的凝胶剂产品。椿乳凝胶上市之初曾有患者出现不良反应，2012 年工艺改善之后副作用明显减少。椿乳凝胶作为外用药，在一定程度上能与妇科千金系列产品起到药效互补的作用。

椿乳凝胶是非医保产品，目前主要在药店销售。椿乳凝胶 2014 年的营业收入约为 1000 万元，2015 年估计约 1500 万元。考虑到外用类妇科炎症药品（占比 67%）庞大的市场规模，预计未来 2 年可以保持 50% 以上的增长率。

**表 11：千金药业椿乳凝胶招标进程**

药品通用名	规格	中标价(元)	中标省份	发布日期
椿乳凝胶	4g	53.89	内蒙古	2016-10-19
椿乳凝胶	4g	44.73	湖南	2015-02-04
椿乳凝胶	4g	45.60	湖南	2014-12-30
椿乳凝胶	4g	45.00	吉林	2014-04-03
椿乳凝胶	4g	27.80	北京	2013-09-02
椿乳凝胶	4g	45.00	青海	2012-08-02

椿乳凝胶	4g	28.31	河北	2011-01-30
椿乳凝胶	4g	28.32	河北	2011-01-18
椿乳凝胶	4g	30.44	内蒙古	2011-01-17
椿乳凝胶	4g	27.80	北京	2010-10-01
椿乳凝胶	4g	29.70	浙江	2010-01-01

资料来源：药智网，民生证券研究院

#### 四、化药板块：保持高速增长趋势，在研产品储备丰富

化药板块，千金药业控股子公司千金湘江药业（持股比例 51%）和千金协力药业（2012 年收购，持股比例 32%）主要从事化药生产和销售，两者都属于高新技术企业。公司致力于巩固三终端市场，积极拓展 OTC 及医院市场，加大力度挖掘拉米夫定、缬沙坦、水飞蓟宾葡甲胺、恩替卡韦等重点产品的市场潜力，加快新上市产品的市场拓展，保持了销售的较快增长。2016 年化药生产全年营收 6.93 亿元，销售同比增长 19.07%。

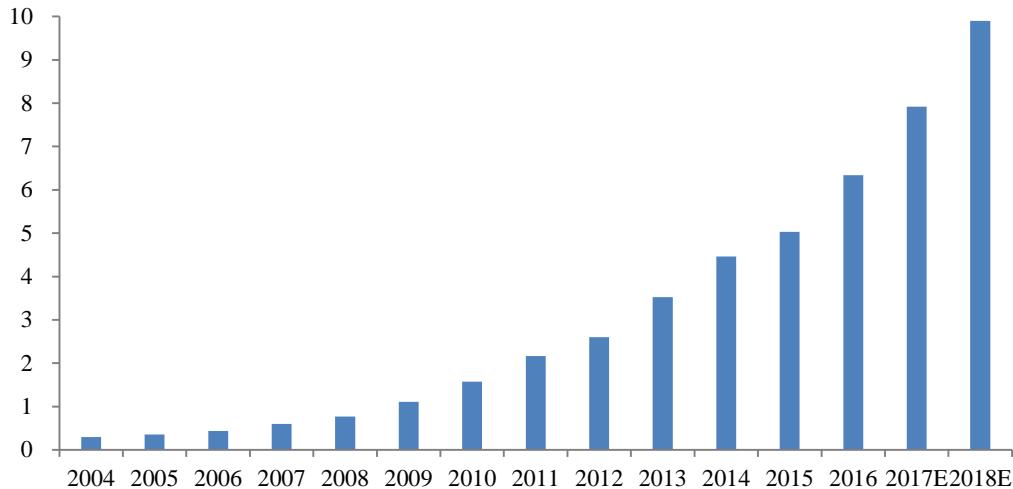
表 12：公司的主要化学药品概况

药品名称	生产公司	剂型	规格	主治功能	处方药	国家医保
拉米夫定片	湘江药业	片剂	0.1g*14	适用于乙型肝炎病毒复制的慢性乙型肝炎。	是	乙类
缬沙坦胶囊	湘江药业	胶囊剂	80mg*7 80mg*14	适用于各类轻至中度高血压，尤其适用于对 ACE 抑制剂不耐受的患者。	是	乙类
罗红霉素胶囊	湘江药业	胶囊剂	150mg*6 150mg*12	适用于化脓性链球菌引起的咽炎及扁桃体炎，敏感菌所致的鼻窦炎、中耳炎、急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作，肺炎支原体或肺炎衣原体所致的肺炎；沙眼衣原体引起的尿道炎和宫颈炎；敏感细菌引起的皮肤软组织感染。	是	乙类
马来酸依那普利片	湘江药业	片剂	10mg*16 10mg*20	适用于减少心肌梗塞的发生率，减少不稳定型心绞痛所导致的住院。	是	甲类
水飞蓟宾葡甲胺片	千金协力	片剂	50mg*60	用于急、慢性、初期肝硬化，中毒性肝损害的辅助治疗。	是	乙类
恩替卡韦	千金协力	片剂	0.5mg*7	抗乙肝病毒的一线药物	是	乙类

资料来源：公司公告，民生证券研究院

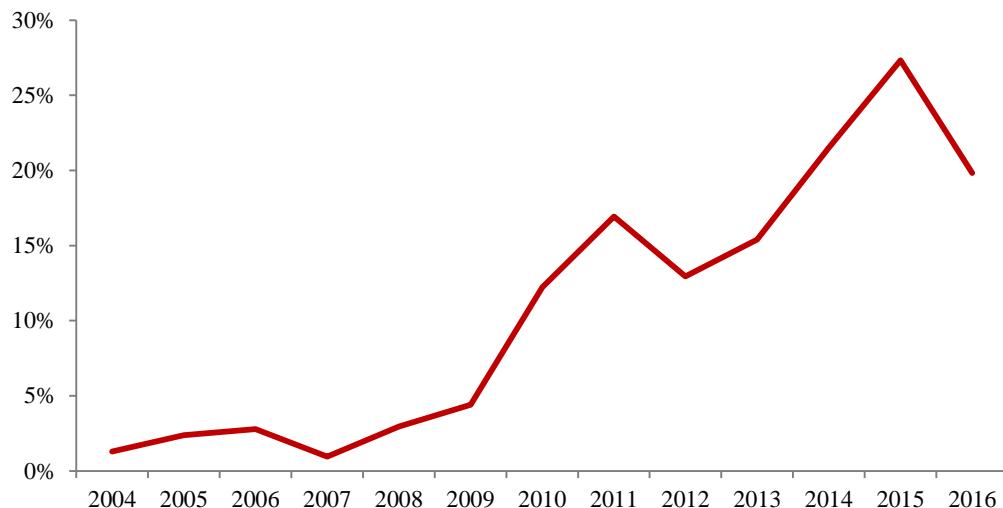
湘江药业作为千金药业重要的非全资子公司，始终保持着较大的增幅，2004 年的营业收入约 3000 万，2016 年全年营收 6.34 亿元，12 年复合增长率约为 29%，过去六年的年复合增长率也保持在 26% 左右。假设未来两年湘江药业保持 20% 以上的增速，到 2018 年其营业收入将接近 10 亿元。湘江药业对母公司净利润的贡献度也在逐年提升，2016 年约为 20%。

图 17：千金湘江药业营业收入增长趋势（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

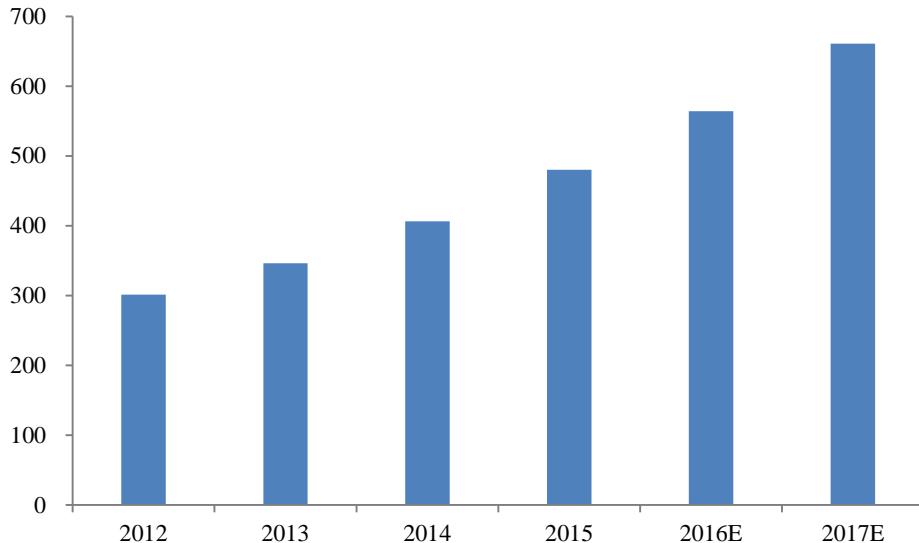
图 18：湘江药业对母公司净利润的贡献度



资料来源：公司公告，民生证券研究院

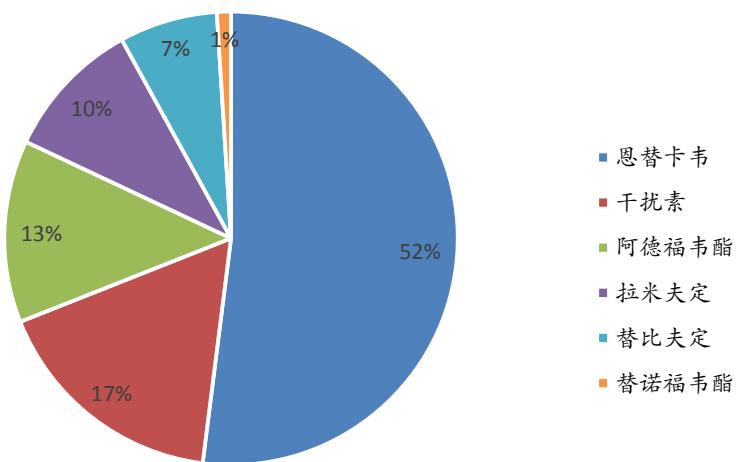
### 1、拉米夫定片和恩替卡韦分散片快速抢占乙肝用药市场

据统计，我国每年报告新增病毒性肝炎发病患者达 100 万以上，其中乙肝患者占比 80% 左右。预计到 2017 年，我国肝病用药市场规模将达到 660.71 亿元，2012-2017 的年复合增长率约为 17%。医院市场是肝病药物销售的主要渠道，市场份额占比约为 80%。其中，乙肝用药市场规模从 2013 年的 132 亿元增长至 2015 年的 162.76 亿元，预计到 2020 年，乙肝用药市场规模将超过 200 亿元。

**图 19：中国肝病用药市场规模保持快速增长趋势**


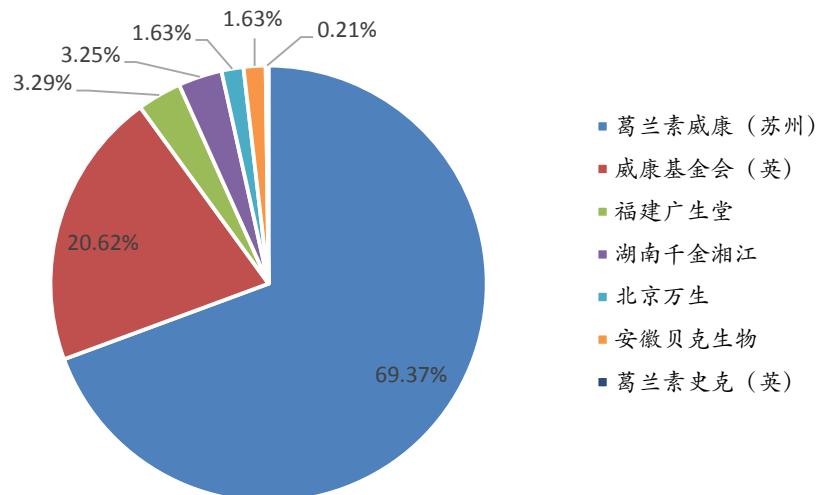
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

乙肝治疗药物主要分为两类：干扰素类和核苷类，其中核苷类已经成为国际上治疗乙肝的主流用药。目前，我国核苷类抗乙肝药物市场竞争格局基本稳定。

**图 20：中国抗乙肝类药物市场格局稳定**


资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

拉米夫定属于抗病毒药物，对病毒 DNA 链的合成和延长有竞争性抑制作用。2006 年 6 月 18 日葛兰素史克原研药拉米夫定的中国专利期到期，湘江药业于 2010 年获得批文，实现首仿，迅速抢占基药市场，2011-2013 年在样本医院的复合增长率约为 74%。2014 年营业收入约为 1.5 亿元，同比增长 58.89%，2015 年和 2016 年营业收入略微下降，2016 年估计不足 1.4 亿元。

**图 21：拉米夫定市场集中度高**


资料来源：PDB，民生证券研究院

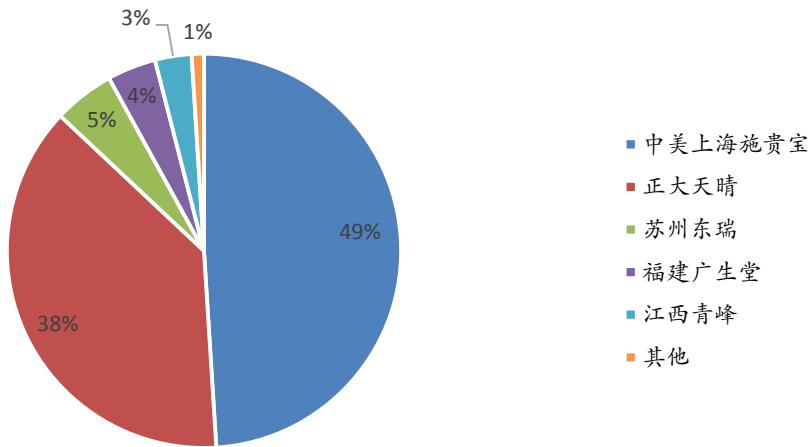
目前拉米夫定的市场中，葛兰素史克占据约 70% 的市场规模。但湘江药业的拉米夫定片具有高性价比的优势。数据显示，2011 年湘江药业拉米夫定市场份额从 2011 年的 0.63% 提升至 2014 年的 2.61%，2015 年的市场份额为 3.25%。在医保按通用名支付、药品降价大环境下，国产仿制药替代原研药品是必然趋势，随着湘江药业中标省份的增加，持续放量，有望进一步部分替代葛兰素制药的市场份额。

**表 13：湘江药业拉米夫定片部分省份招标进程**

药品通用名	规格	中标价(元)	中标省份	发布日期
拉米夫定片	0.1g*14	113.37	上海	2017-02-15
拉米夫定片	0.1g*7	69.23	重庆	2017-02-13
拉米夫定片	0.1g*14	128.85	重庆	2017-02-13
拉米夫定片	0.1g*14	106.2	四川	2016-12-28
拉米夫定片	0.1g*7	62.31	四川	2016-12-28
拉米夫定片	0.1g*14	106.96	上海	2016-11-04
拉米夫定片	0.1g	6.2992	内蒙古	2016-10-19
拉米夫定片	0.1g*14	110.51	山东	2016-09-20

资料来源：药智网，民生证券研究院

恩替卡韦相较于拉米夫定和阿德福韦酯而言，具有耐药率低和副作用小的优势，上市后被患者和临床医生广泛接受，成为我国治疗乙肝的主要用药，市场占有率为 52%。恩替卡韦的原研厂家是美国百时美施贵宝，正大天晴于 2010 年实现首仿，截止 2016 年三季度，二者合计市占率高达 87%，其中施贵宝市占率为 49%。

**图 22：恩替卡韦市场集中度高**


资料来源：PDB，民生证券研究院

千金协力于 2014 年 6 月获得恩替卡韦生产批文，2015 年投放市场，同年营收 3000 多万，2016 年营收估计有 6000 多万，市占率极小，同样考虑到仿制药对原研产品的替代效应，仍有巨大的市场空间。随着招标进程的加快，恩替卡韦分散片销售收入将持续快速增长，逐步贡献利润。

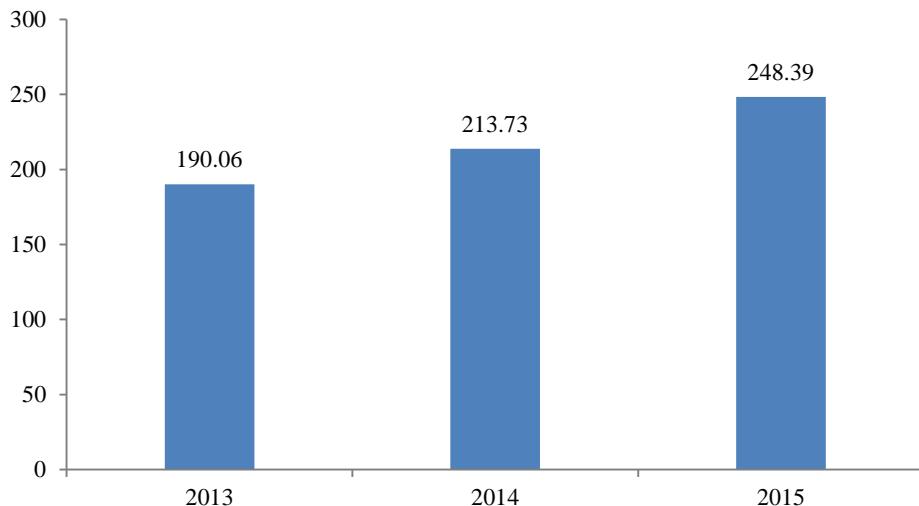
**表 14：千金协力恩替卡韦分散片招标进程**

药品通用名	规格	中标价(元)	中标省份	发布日期
恩替卡韦分散片	0.5mg*7	132.25	重庆	2017-02-13
恩替卡韦分散片	0.5mg*14	257.88	四川	2016-12-28
恩替卡韦分散片	0.5mg*7	132.25	四川	2016-12-28
恩替卡韦分散片	0.5mg	14.1857	内蒙古	2016-10-19
恩替卡韦分散片	0.5mg	12.8571	广东	2016-07-04
恩替卡韦分散片	0.5mg	12.7857	广东	2016-04-05
恩替卡韦分散片	0.5mg*7	128.7	福建	2015-12-31
恩替卡韦分散片	0.5mg*14	198.6	云南	2015-09-28
恩替卡韦分散片	0.5mg*14	257.88	四川	2015-04-30
恩替卡韦分散片	0.5mg*7	132.25	四川	2015-04-30

资料来源：药智网，民生证券研究院

## 2、缬沙坦胶囊和马来酸依那普利片布局心血管用药市场

高血压是常见的心血管疾病。据国家卫生部统计，高血压患病率在中国呈明显上升趋势，患病率之高居各种慢性病之首。RAAS 称为肾素-血管紧张素-醛固酮系统，具有调节血压的作用。RAAS 药物主要包括血管紧张素 I 转换酶抑制剂（ACEI）和血管紧张素 II 受体拮抗剂（ARB）两大类。属于 ACEI 的有马来酸依那普利片、盐酸贝那普利片和卡托普利片等；属于 ARB 的有缬沙坦胶囊、厄贝沙坦片和替米沙坦片等。2015 年 RAAS 药物市场规模约为 250 亿元，有庞大的市场空间，其中 ARB 药物占比近 8 成。

**图 23: RAAS 药物市场规模逐年上升 (单位: 亿元)**


资料来源: 新康界, 民生证券研究院

缬沙坦是血管紧张素 II 受体(AT1)的拮抗剂, 适用症为治疗轻、中度原发性高血压, 并对心脑肾有较好的保护作用, 原研厂家是瑞士诺华。湘江药业于 2010 年获得缬沙坦的生产批文, 凭借着仿制药高性价比的优势, 销售收入快速增长, 2014 年销售 6671.95 万元, 2016 年销售估计约 1.6 亿, 年复合增长率在 50% 以上。目前缬沙坦的市场格局仍然是诺华制药占据绝对主体的地位, 占比在 80% 以上, 湘江药业的市场份额不大, 但处于上升趋势当中, 随着招标进程的加快, 有望逐步提高市场份额。

**表 15: 湘江药业缬沙坦部分省份招标进程**

药品通用名	规格	中标价(元)	中标省份	发布日期
缬沙坦	80mg	0.5	广东	2016-01-05
缬沙坦	80mg×28 粒/盒	22.4	海南	2016-01-26
缬沙坦	80mg×28 粒/盒	22.4	海南	2016-02-01
缬沙坦	80mg	0.472	广东	2016-05-04
缬沙坦	80mg	0.46	广东	2016-08-02
缬沙坦	80mg	0.437	广东	2016-09-02
缬沙坦	80mg×28 粒/盒	23.5	陕西	2016-09-28
缬沙坦	80mg*7 粒/盒	5.46	湖北	2016-09-01
缬沙坦	80mg*28 粒/盒	20.76	湖北	2016-09-01
缬沙坦	80mg×12 粒/盒	14.07	湖南	2017-01-04
缬沙坦	80mg×28 粒/盒	23.5	陕西	2016-12-26

资料来源: 药智网, 民生证券研究院

马来酸依那普利片为血管紧张素转换酶抑制剂, 用于治疗原发性高血压。该产品为仿制药, 湘江药业于 2005 年获得生产批文。2014 年, 马来酸依那普利片销售 4224.97 万元, 同比增长 12.74%。自 2014 年以来, 马来酸依那普利片中标进程明显加快, 销售收入有望稳步增长。

### 3、潜力品种进入新版国家医保，在研项目储备丰富

医保方面，千金协力的水飞蓟宾葡甲胺和厄贝沙坦氢氯噻嗪片进入新版国家医保乙类。其中水飞蓟宾葡甲胺片主要用于急、慢性、初期肝硬化，中毒性肝损害的辅助治疗，对应市场容量约为4.5亿元，2016年销售额约6000万，销售收入有望快速过亿。湘江药业的苯磺酸氨氯地平片新版医保由乙类变为甲类。苯磺酸氨氯地平片主要用于高血压的治疗，2016年销售额约为400万元，对应市场容量大约为20亿元。

研发方面，湘江药业和千金协力侧重于抗病毒药物、心血管药物、消化系统药物及内分泌系统药物的开发，在研项目布局广，储备丰富，提升了公司的未来发展潜力。2016年，公司全年共获得16个化药产品的临床批件。公司及时跟进审评进展，全力开发临床资源，为新品及早上市做足准备。此外，2016年国家发布多项工作推进一致性评价工作，短期内将增加医药企业的研发成本，但从长远来看将促进医药产业的健康发展。千金药业化药板块围绕8个主要品种展开了药学一致性研究工作，一旦通过将带来销售规模、利润的增长。

**表 16：化药板块 2016 年呈交监管部门审批、完成注册或取得生产批文的药(产品)品情况**

药品名称	药物类别	注册分类
阿托伐他汀钙片	心血管类	6
苯磺酸左旋氨氯地平片	心血管类	6
阿卡波糖片	降血糖	6
瑞格列奈片	降血糖	6
苯甲酸阿格列汀	降血糖	3.1
苯甲酸阿格列汀片	降血糖	6
他达拉非	性功能障碍	3.1
他达拉非片	性功能障碍	6
埃索美拉唑镁	消化类	3.1
埃索美拉唑镁肠溶胶囊	消化类	5
索氟布韦胶囊	抗病毒类	3.1
恩替卡韦片	抗病毒类	6
富马酸替诺福韦二吡呋酯片	抗病毒类	6
阿哌沙班	心血管类	3.1
阿哌沙班片	心血管类	6
阿哌沙班片	心血管类	3.4
替格瑞洛	心血管类	3.1
替格瑞洛片	心血管类	6
沙库巴曲缬沙坦钠（片）	心血管类	3.1
富马酸沃诺拉赞（片）	消化类	3.1
缬沙坦氢氯噻嗪片	降压	6
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	降压	6

资料来源：公司公告，民生证券研究院

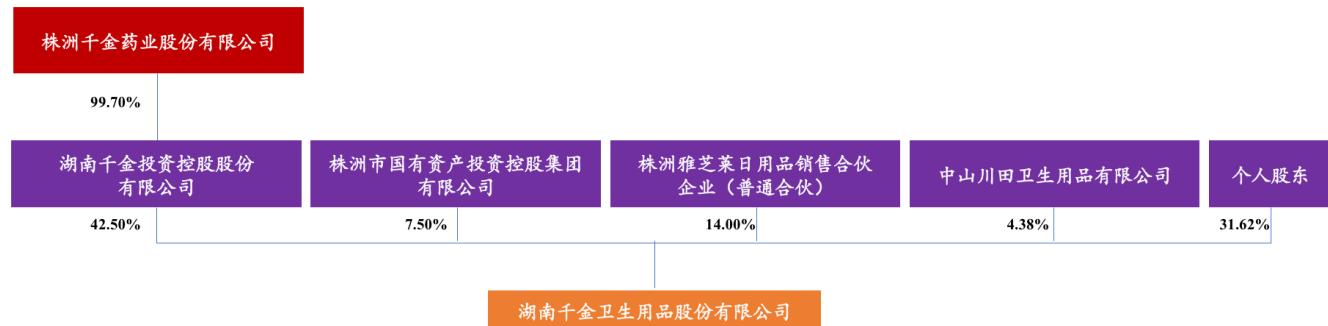
## 五、中药衍生板块：初见成效，快速布局女性大健康产业

中药衍生属于公司的新生板块，主要围绕三个系列：棉巾系列、酒饮系列、洗液系列。除了卫生用品千金净雅已经形成了一定的规模之外，公司还开发了多个成长潜力较高的产品。

## 1、千金净雅渠道布局顺利，未来业绩值得期待

2011年6月，控股子公司千金投资控股设立千金卫生用品股份有限公司。卫生用品公司  
的核心技术——千金棉，是用100%纯天然棉花，经水刺无纺工艺，融千金药业独特技术制  
作而成的特殊棉材，是目前卫生用品行业最优质的棉质材料。公司以千金棉为主材，生产妇  
科、产科、婴童、家居生活、妆护、日常清洁六大系列产品。

图 24：千金卫生用品公司股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2012年千金卫生用品公司推出国内首个医用级卫生巾品牌——千金净雅，开始布局女性健康领域。千金净雅的核心材料是千金棉，同时以医学的生产标准，实现产品真正无菌，具有抑菌祛味、行气止痛、清热解毒等护理功效，能起到缓解经期不适，预防并辅助治疗妇科炎症的作用。千金净雅定位于高端职业女性，有望打破外资品牌在高端市场的垄断地位。

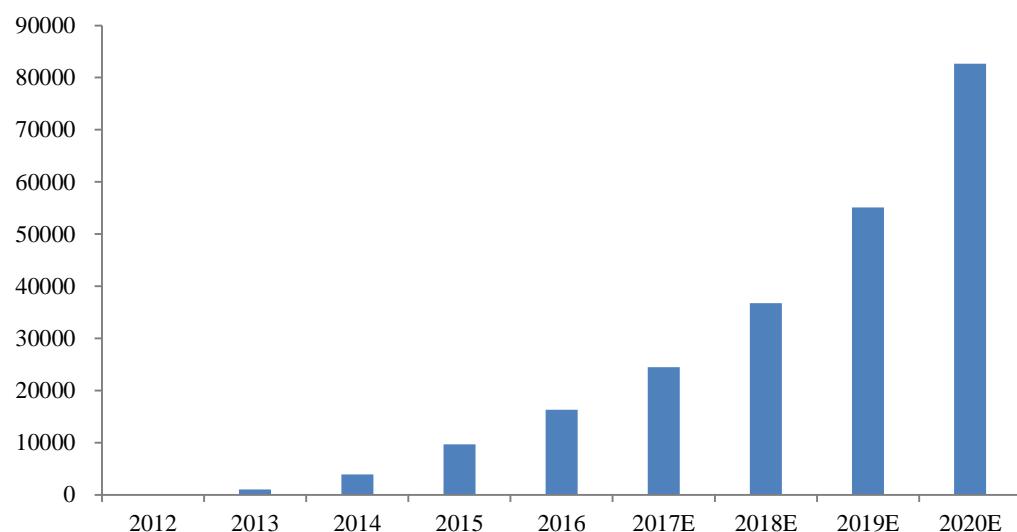
表 17：千金净雅竞品分析

品牌名称	千金净雅	日子	苏菲	护舒宝	高洁丝	乐而雅	七度空间	ABC
生产企业	千金药业	云南白药	尤妮佳	宝洁	金佰利	日本花王	恒安集团	景兴健康护理
品牌属性	国产品牌	国产品牌	跨国品牌	跨国品牌	跨国品牌	跨国品牌	国产品牌	国产品牌
日用型价格 元/片 (规格)	2.29 (240mm)	2.18 (240mm)	1.09 (240mm)	0.96 (240mm)	0.95 (240mm)	0.80 (225mm)	0.76 (245mm)	1.11 (240mm)
夜用型价格 元/片 (规格)	2.98 (290mm)	2.49 (300mm)	1.23 (290mm)	1.76 (317mm)	2.04 (290mm)	1.09 (300mm)	1.15 (275mm)	1.23 (280mm)
市场定位	高端	高端	中高端	中高端	中高端	中高端	中端	中端
材质	千金棉	日子棉	双层高弹力 素材	空气棉	纯棉	纯棉	纯棉表层 绢爽网面	普通棉
核心竞争力	医用级卫生 棉品，缓解 经期不适， 预防并辅助 治疗妇科炎 症	草本植物 精华	360 个透气 孔，迅速将 闷气、湿气 导入下层， 减少与肌肤 的接触	柔软舒适 干爽	柔软亲肤 精准吸收 不外漏	超薄，吸收 性好	首创七层防 护结构	KMS 健康配方

资料来源：各品牌官网，民生证券研究院。注：产品价格参考各品牌在京东旗舰店的售价。

目前千金净雅处于市场培育期，前期投入大，导致一定程度的亏损。2015年销售收入为9664万元，同比增长46.14%，毛利率约为62%。2016年销售收入约为1.6亿元，同比增长68.98%，毛利率约为56%，我们预计全年净利润亏损收窄在1700万左右，同比下降约50%。产品有望在2017年扭亏为盈。假设2017年增速能达到60%，则千金净雅收入约为2.6亿元。

图 25：千金净雅营业收入增长趋势（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

千金净雅渠道布局（线上+线下）全面启动，投入巨大。线下渠道方面，布局的重点是渠道下沉和精准投放广告。千金净雅的主要销售渠道是KA卖场、商超和连锁，覆盖了沃尔玛、家乐福等知名终端，OTC作为辅助渠道进行品牌宣传推广。目前，公司销售区域已经从湖南、湖北拓展到京津鲁、珠三角、长三角及台湾等发达地区。公司规划在2017年将销售渠道铺设全国各地。线上渠道方面，由专业电商团队运营天猫和京东旗舰店以及微商平台，2016年已经实现盈利，我们估计占有整个千金净雅销售大约30%的份额。

图 26：千金净雅天猫和京东官方旗舰店



资料来源：天猫商城，京东商城，民生证券研究院

## 2、瑰秘酒业成立，进一步布局女性大健康产业

2016年11月，千金投资控股出资1984万元合资设立千金瑰秘酒业，占其99.2%的股权。瑰秘酒业依托千金药业女性健康产业研究院，联合十多家知名大学及科研院所，以热带奇珍异果及具有女性功能的千金食疗方为原料，采用“千金果果碰”混酿技术，研制了诺丽酒、五果酒、玫瑰荔枝酒等多款酒饮产品，产品因其“新、奇、特、优、美”品质先后获得“广东省科技进步一等奖”和“2016年全国糖酒会优秀新产品奖”。

中国果酒市场初次扩大就受到追捧，并且以木瓜酒味为代表的果酒销量飙升，前景不可估量。据统计，2013年非葡萄酒类的果酒市场规模已达120.8亿元，且呈现逐步扩大发展趋势。千金饮凭借独特的市场定位，未来业绩值得期待。

图 27：千金饮产品展示



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**表 18：千金饮原料价值与功效**

产品	原料与饮疗组方	酒精度	净含量	健康功效
诺丽酒	葡萄、诺丽果、枸杞、龙眼、红枣、黄精、人参（人工种植）	9.5%vol	187ml 375ml	补气血、乌须发、养心神、抗衰老益寿、修复衰老细胞
荔枝玫瑰酒	新鲜荔枝、葡萄、玫瑰、苹果、枸杞、红枣、甘草、人参（人工种植）、山梨酸钾	11%vol	375ml	补益气血、行气解毒、活血祛瘀、培补肝肾、排毒养颜、去皱消斑
木瓜酒	木瓜、水、白砂糖、山楂、荷叶、薏苡仁、茯苓、绿咖啡粉、山梨酸钾	8%vol	375ml	理气行水，化湿祛浊，健脾消食，导滞通便，降脂减肥

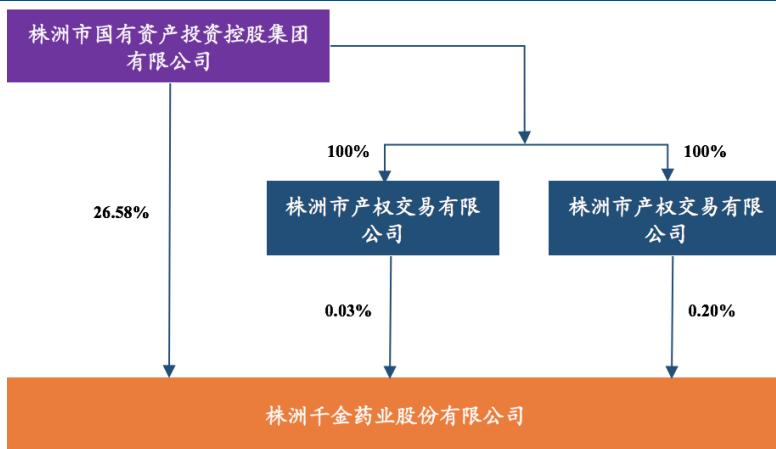
资料来源：公司官网，民生证券研究院

此外，千金药业近年来逐步向女性大健康和中药衍生品领域延伸，小解巾、千金香、天然植物源洗涤剂等项目研发进展顺利，有望在短时间内面世。其中，女性小解巾在专家评审会上获得好评，已完成产业化实施方案，即将推出市场。

## 六、定向增发：大股东增持彰显信心

2015 年公司向控股股东株洲国投等非公开发行 A 股，募集资金约 5 亿元。定增后，株洲国投持有公司 26.09% 的股份，后通过二级市场增持至 26.58%，彰显对公司未来发展的信心。公司有清晰的战略发展规划，针对此次募集的资金，公司制定了详细的使用方案：1)向上游延伸，保障中药资源的供应；2)对中药新品进行推广和升级；3)为化药基地提供配套资金；4)加大对医药流通业务的资金支持；5)进军女性大健康产业；6)加大研发投入，打造国家级的研发平台；7)完善营销渠道建设，支撑业绩增长。

株洲国投是株洲市国资委的全资子公司，于 2008 年 1 月经株洲市人民政府批准设立的国有大型投资类企业集团。公司现有参控股企业共 58 家，其中全资子公司 5 家，控股非上市公司 11 家，参股非上市公司 36 家，控股上市公司 2 家，参股上市公司 4 家。目前，株洲国投共持有千金药业 26.81% 的股份（包含间接持有部分），持有湘江药业 28.5% 的股份，持有千金协力 20% 的股份，持有千金卫生用品公司 7.5% 的股份。

**图 28：控股股东株洲国投共持有千金药业 26.81% 的股份**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表 19：株洲国投持有除千金药业之外 5 家境内上市公司股权情况**

股票名称	股票代码	公司全称	持股类型	持股数量(股)	持股比例
天桥起重	SZ.002523	株洲天桥起重机股份有限公司	控股	244,931,333	29.05%
株冶集团	SH.600961	株洲冶炼集团股份有限公司	参股	7,630,028	1.45%
国海证券	SZ.000750	国海证券股份有限公司	参股	183,750,000	4.36%
潍柴动力	SZ.000338	潍柴动力股份有限公司	参股	21,228,582	0.53%
西王食品	SZ.000639	西王食品股份有限公司	参股	370,552	0.10%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

在国企改革的浪潮中，公司作为株洲国投旗下的上市平台或将出台国企改革措施，提升管理效率。“十二五”规划期间，千金药业作为混合所有制企业改革的典范，在企业规模和效益上都取得了较大成效。2016 年是“十三五”规划的开局之年，公司合理作出了五年规划：确定中期目标，把利润、规模、资产、员工收入作为主要指标；确定发展路径，明晰内生式、外延式增长的轻重主次；改善资源投向，筛选前景好、后劲足的项目进行投资；做好目标分解，将任务落实到各子公司及相关部门；制定实施步骤，按时间节点，分步实现规划。

## 七、盈利预测与投资建议

考虑到中药板块渠道控货影响消除及提价因素，我们预计未来 3 年中药板块增速在 14% 左右；化药板块考虑潜力品种新进国家医保，增速有望维持在 12% 左右；卫生用品今年有望达到盈亏平衡，增速预计在 50%-60% 左右。因此我们预计公司 2017-2019 年收入有望达到 33.69 亿、39.68 亿、46.29 亿元，对应归母净利润分别为 1.74 亿、2.11 亿、2.68 亿。

按照 2017 年 3 月 17 日公司 56 亿的市值计算，预计公司 2017~2019 年 EPS 为 0.50、0.61、0.77 元；对应 PE 分别为 32、27、21 倍。我们看好公司未来发展空间和潜质，继续维持“强烈推荐”评级。

## 八、风险提示

中药原材料价格波动；产品销售不及预期；产品招标进程缓慢。

## 插图目录

图 1: 千金药业股权结构 .....	3
图 2: 公司 2016 年营业收入构成 .....	4
图 3: 千金药业公司发展大事记 .....	4
图 4: 近年中国女性人口总数稳步增加 (单位: 亿人) .....	5
图 5: 近年中国女性妇科疾病患病率 .....	6
图 6: 近年中国妇科用药市场规模稳步提升 (单位: 亿元) .....	6
图 7: 2016 年上半年妇科用药销售额份额 Top10 品牌 .....	7
图 8: 中国妇科用药市场各类别用药规模和占比 .....	7
图 9: 2016 年上半年妇科用药零售市场结构占比 .....	8
图 10: 中国女性卫生用品市场零售额统计和预测 .....	9
图 11: 女性卫生用品市场扩容驱动因素 .....	10
图 12: 2014 年中国卫生巾市场占据女性卫生用品市场 84% 的份额 .....	10
图 13: 妇科千金片/胶囊营收和增速 (%) .....	13
图 14: 2012 年-2016 年上半年妇科千金片/胶囊市场份额 .....	13
图 15: 党参 (白条中统) 价格走势图 (元/公斤) .....	14
图 16: 当归 (草把) 价格走势图 (元/公斤) .....	14
图 17: 千金湘江药业营业收入增长趋势 (单位: 亿元) .....	18
图 18: 湘江药业对母公司净利润的贡献度 .....	18
图 19: 中国肝病用药市场规模保持快速增长趋势 .....	19
图 20: 中国抗乙肝类药物市场格局稳定 .....	19
图 21: 拉米夫定市场集中度高 .....	20
图 22: 恩替卡韦市场集中度高 .....	21
图 23: RAAS 药物市场规模逐年上升 (单位: 亿元) .....	22
图 24: 千金卫生用品公司股权结构 .....	24
图 25: 千金净雅营业收入增长趋势 (单位: 万元) .....	25
图 26: 千金净雅天猫和京东官方旗舰店 .....	26
图 27: 千金饮产品展示 .....	26
图 28: 控股股东株洲国投共持有千金药业 26.81% 的股份 .....	27

## 表格目录

表 1: 中国妇科炎症类用药类型和主要品牌.....	7
表 2: 零售药店妇科炎症中成药市场格局.....	8
表 3: 国内卫生巾市场现状.....	10
表 4: 2015 年卫生巾品牌市场份额 Top5.....	11
表 5: 千金药业妇科中成药产品分类.....	11
表 6: 妇科千金片/胶囊产品介绍 .....	11
表 7: 妇科千金片/胶囊竞品分析 .....	12
表 8: 补血益母系列产品 .....	15
表 9: 千金药业补血益母丸部分省份招标进程.....	15
表 10: 千金药业妇科断红饮胶囊部分省份招标进程.....	16
表 11: 千金药业椿乳凝胶招标进程.....	16
表 12: 公司的主要化学药品概况.....	17
表 13: 湘江药业拉米夫定片部分省份招标进程.....	20
表 14: 千金协力恩替卡韦分散片招标进程.....	21
表 15: 湘江药业缬沙坦部分省份招标进程.....	22
表 16: 化药板块 2016 年呈交监管部门审批、完成注册或取得生产批文的药(产)品情况.....	23
表 17: 千金净雅竞品分析 .....	24
表 18: 千金饮原料价值与功效.....	27
表 19: 株洲国投持有除千金药业之外 5 家境内上市公司股权情况 .....	28

### 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	2,865	3,369	3,968	4,629
营业成本	1,573	1,841	2,163	2,552
营业税金及附加	34	34	44	46
销售费用	862	1,004	1,202	1,370
管理费用	216	232	290	319
EBIT	180	258	269	341
财务费用	(7)	(1)	(3)	(4)
资产减值损失	3	36	34	37
投资收益	11	11	12	13
<b>营业利润</b>	194	208	254	326
营业外收支	12	13	13	14
<b>利润总额</b>	206	220	267	340
所得税	33	35	43	54
<b>净利润</b>	173	185	224	285
<b>归属于母公司净利润</b>	149	174	211	268
<b>EBITDA</b>	233	329	343	417
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	728	1062	1222	1456
应收账款及票据	794	840	1000	1127
预付款项	100	129	141	153
存货	358	363	427	503
其他流动资产	87	13	14	14
<b>流动资产合计</b>	2133	2477	2883	3350
长期股权投资	0	0	20	40
固定资产	556	606	626	646
无形资产	258	258	255	252
<b>非流动资产合计</b>	899	891	853	832
<b>资产合计</b>	3032	3368	3736	4182
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	446	491	599	732
其他流动负债	0	0	1	1
<b>流动负债合计</b>	837	1064	1283	1518
长期借款	47	44	40	36
其他长期负债	64	61	60	59
<b>非流动负债合计</b>	111	105	100	95
<b>负债合计</b>	948	1169	1382	1612
股本	349	349	349	349
少数股东权益	338	349	363	380
<b>股东权益合计</b>	2084	2199	2354	2569
<b>负债和股东权益合计</b>	3032	3368	3736	4182

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	17.1%	17.6%	17.8%	16.7%
EBIT 增长率	95.0%	43.6%	4.3%	26.5%
净利润增长率	60.7%	16.4%	21.3%	27.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	45.1%	45.4%	45.5%	44.9%
净利润率	5.2%	5.2%	5.3%	5.8%
总资产收益率 ROA	4.9%	5.2%	5.6%	6.4%
净资产收益率 ROE	8.6%	9.4%	10.6%	12.3%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.5	2.3	2.2	2.2
速动比率	2.1	2.0	1.9	1.9
现金比率	0.9	1.0	1.0	1.0
资产负债率	0.3	0.3	0.4	0.4
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	17.0	18.0	19.0	19.5
存货周转天数	73.2	72.0	72.0	72.0
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.4	0.5	0.6	0.8
每股净资产	5.0	5.3	5.7	6.3
每股经营现金流	0.4	1.3	0.8	1.1
每股股利	0.0	0.2	0.2	0.2
<b>估值分析</b>				
PE	37.6	32.3	26.6	20.9
PB	3.2	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	21.2	14.0	12.9	10.1
股息收益率	0.0%	1.2%	1.2%	1.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	173	185	224	285
折旧和摊销	57	107	108	113
营运资金变动	(84)	146	(24)	6
<b>经营活动现金流</b>	141	443	282	375
资本开支	81	79	32	53
投资	193	(5)	(29)	(30)
<b>投资活动现金流</b>	121	(100)	(45)	(65)
股权募资	2	0	0	0
债务募资	(9)	(6)	(5)	(5)
<b>筹资活动现金流</b>	(65)	(10)	(77)	(77)
<b>现金净流量</b>	196	333	160	233

## 分析师与研究助理简介

马科，毕业于南开大学，2011年入职民生证券，从事策略研究。2014年至今转为家电行业研究。

吴汉靓，民生证券医药行业研究小组组长，美国内布拉斯加林肯大学生物工程博士，上海交通大学生态学硕士、生物工程学士。2015年2月加入民生证券。

蔡明子，研究助理，澳门科技大学金融硕士，2015年9月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。