

总把新桃换旧符 ——千金药业快评

核心提示

千金药业从2016年开始内部改革，大幅提高经营效率，有效降低成本费用，2017年加强布局渠道下沉，强力扩展终端覆盖，助力产品销售规模扩张。内有传统中西药板块稳健增长，外有战略新品“千金净雅”蒸蒸日上，传统板块与卫生用品板块双轮驱动，内部经营改革与外部渠道布局同步进行，内外兼修推动公司业绩快速平稳增长。预计公司2018年收入端维持20%左右增速，利润端维持30%左右增速。看好公司长期发展。

报告摘要

● 渠道下沉布局开展，助力产品高速增长

2017 年千金药业加大开发力度，从终端开发（包括医院和药店）、产品开发和人员开发（包括医生和店员）三方面着手，不断进行渠道下沉。2017 年新增开发医院 500 多家，增至 3500 多家，新增连锁药店 1500 多家，增至 2700 多家。终端覆盖率的提升将助益公司主力品种的快速增长。

● 内部改革成效卓著，经营效率大幅提升

从 2016 年开始，千金药业开始着手内部改革，创造了其独特的“千金经营法式”。千金经营法式按照“以利润为中心”的内部市场机制，将子系统、子系统下面的销区、班组等变成经营单元，自负盈亏，激发了公司经营活力。改革有效的提高了经营效率，大幅降低成本费用，降低费用率的同时使得利润增速远远超过营业收入增速。

● 传统板块稳健增长，内生驱动利好长远

千金药业传统板块增长稳定，2017 年上半年，中药销售同比增长 7.81%，化药销售同比增长 45.18%。2018 年，传统药品板块将维持稳定高速增长，推动公司利润进一步增长。

● 卫生用品独树一帜，战略定点前景可期

卫生用品 2016 年市场规模增至 394.9 亿元，年复合增长率为 8.30%。千金药业进入卫生巾市场后，主打产品千金静雅定位中高端卫生巾市场，2016 年销售额达到 1.6 亿元，同比增长 56.44%，到 2017 年上半年，增速稳定在 56% 左右，毛利率高达 56-67%，成为公司业绩增长的新动力。

张静含

021-33830502-765

jhzhang@cebm.com.cn

余玉君

021-33830502-766

yjyu@cebm.com.cn

渠道下沉布局开展，助力产品高速增长

销售终端市场广阔，终端覆盖率可提升空间较大

我国药品销售终端主要包括医疗卫生机构和药店。2017年度医疗发展蓝皮书显示，截至2016年11月底，全国医疗卫生机构数达99.2万家，其中医院2.9万家，基层医疗卫生机构93万家，专业公共卫生机构3万家。相比2015年，全国医疗卫生机构增加8103家，其中医院增加1164家，基层医疗卫生机构增加9439家，专业公共卫生机构有所减少，医院和基层医疗机构的增幅分别为4%和1%。

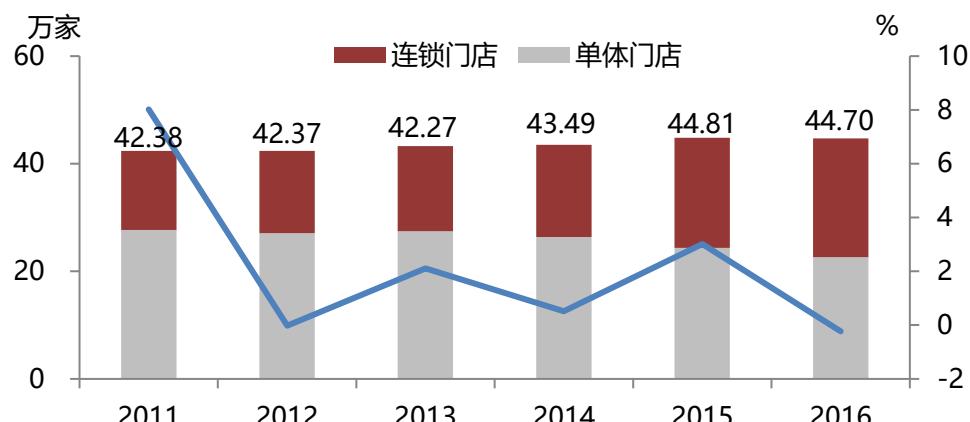
图表1：2015年及2016年11月全国卫生机构数

项目	机构数(个)	
	2015年	2016年11月
总计	983528	991631
医院	27587	28751
公立医院	13069	12747
民营医院	14518	16004
医院中：三级医院	2123	2202
二级医院	7494	7851
一级医院	8757	9071
基层医疗卫生机构	920770	930209
专业公共卫生机构	31927	29525
其他机构	3244	3147

数据来源：卫计委《2015年我国卫生和计划生育事业发展统计公报》、《2016年11月底全国医疗卫生机构数》，莫尼塔研究

我国零售药店总量十分庞大，截至2016年末，零售药店达44.7万家。从发展趋势上看，药店连锁化趋势不断加深。对有一定知名度的产品来说，进驻连锁药店速度要远快于单体药店，因单体药店需逐个进驻，而连锁药店可一次性进驻整个品牌药店或者整个区域药店，所以药店连锁化趋势的加深有助于千金药业进行渠道下沉。

图表2：2007-2016年我国零售药店总数及增长率



数据来源：《2017年度医药市场发展蓝皮书》，莫尼塔研究

根据千金药业2016年终端摸底调查，妇科千金胶囊主要销售于医院端，覆盖等级医院数量3000家左右，全国等级医院15000家左右，覆盖医院数量占比仅20%；妇科千金片为OTC产品，签约终端药店1299家，全国的连锁药店5000多家，覆盖率不到30%；补血益母丸主要销售于医院端，覆盖医院数量不到200家，覆盖率仅1.3%。

总体来说，千金药业的拳头产品终端覆盖率仍然比较低，未来发展空间还非常大。2017年千金药业加大了开发力度，从终端开发（包括医院和药店）、产品开发和人员开发（包括医生和店员）三个方面着手，不断进行渠道下沉。2017年公司取得初步进展，新增开发医院500多家，增至3500多家，新增连锁药店1500多家，增至2700多家。终端覆盖率的提升将带来公司主力品种销售收入的进一步增长。

内部改革成效卓著，经营效率大幅提升

改革的根本在于激励

从2016年开始，千金药业开始着手内部改革，创造了其独特的“千金经营法式”，它代表着对原有经营模式的颠覆，其核心内容体现在四个方面：

图表3：“千金经营法式”核心内容

核心内容	详解
创立经营形制	将营销、生产系统由执行组织变为经营主体，并进一步细化经营单元使之成为享有自身利益、相应职权、自负盈亏的组织。
坚持利润导向	摒弃按年度任务目标考核的模式，使利润成为资源运筹的航标、业绩评价的尺度、薪酬设计的依据。
运用市场方式	将集团内部视为一个市场体系，用市场之“手”代替行政手段，使公司与下属机构的行政管理关系变成市场交换关系，对子公司的营销系统不下任务、不定指标。
实行利益共享	按照公司、团队、个人“均衡一体、三者兼顾”的原则，经营单元的利益由所在团队全体员工享有。

数据来源：莫尼塔研究

千金经营法式的根本在于激励，从驱动“关键少数人”的积极性到调动“关键多数人”的积极性。按照“以利润为中心”的内部市场机制，将子系统、子系统下面的销区、班组等变成经营单元，自负盈亏，既享有自身利益，也承担经营风险。通过建立公司、员工利益一致的薪酬体系，使公司和员工利益最大化。

改革有效降低成本费用，实现利润大幅增长

千金经营法式在实施当年就取得了很好的成效，它不仅提高了经营效率，而且有效降低了成本费用，从图表8中可以发现，改革前后期间费用在营业总收入中的占比出现了非常明显地下降。另外千金药业2016年的成本费用率为68.07%，相比于2015年的77.82%，下降9.75个百分点。

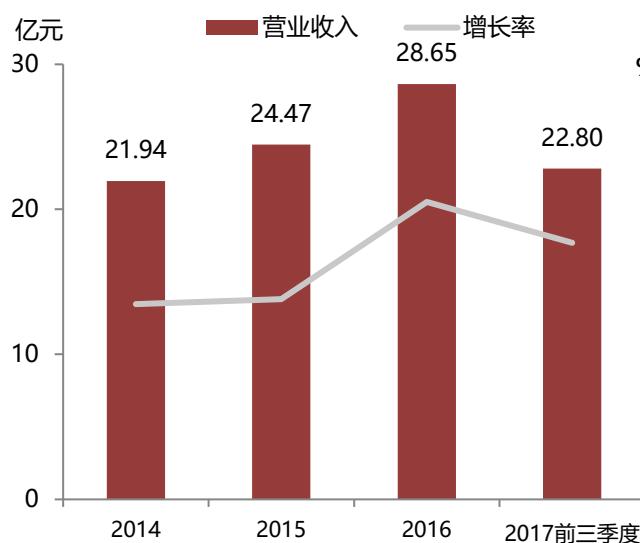
图表4：千金药业2015年-2016年营业成本及期间费用的垂直分析

项目	金额(亿元)		在总收入中占比		
	2016	2015	2016	2015	差额
销售费用	8.62	8.02	30.08%	32.77%	-2.69%
管理费用	2.16	2.16	7.54%	8.83%	-1.30%
财务费用	-0.07	0.03	-0.24%	0.11%	-0.35%
营业收入	28.65	24.47	100.00%	100.00%	0.00%

数据来源：千金药业年报，莫尼塔研究

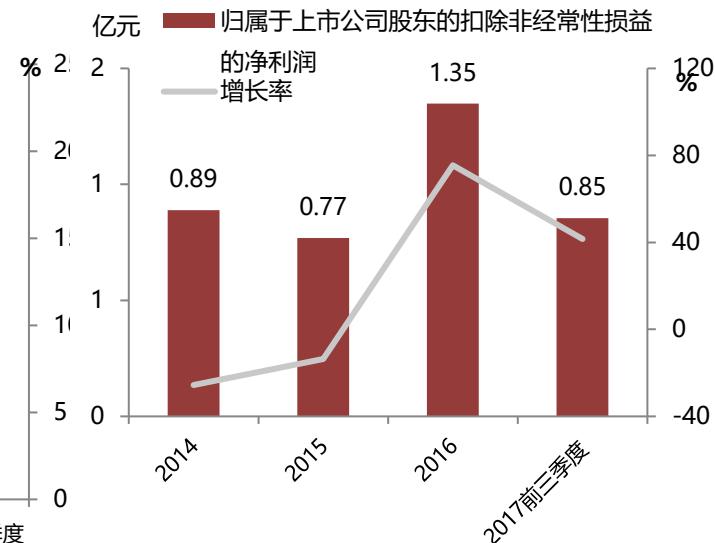
经营效率的提高和成本费用的下降，促使销售规模和净利润大幅增长。2016年，千金药业的年销售规模同比增长17.09%，相比2015年提高5.59个百分点，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比增长75.46%，相比于前两年的负增长出现了质的变化。图表5和图表6对比发现，千金药业2016年扣非归母净利的增长速度要远超过营业收入的增长速度，这皆得益于千金的内部改革。

图表 5：千金药业 2014 年-2017 年前三季度营业收入及增长率



数据来源：千金药业年报，莫尼塔研究

图表 6：千金药业 2014 年-2017 年前三季度归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润及增长率



数据来源：千金药业年报，莫尼塔研究

展望未来，值得期待

千金经营法式本质类似于稻盛和夫的阿米巴经营模式，阿米巴模式是现今非常先进的管理模式，受到很多企业和学者的肯定。从千金经营法式核心内容来看，可以说是阿米巴模式在千金药业的本土化。阿米巴经营模式失败的可能在于经营组织划分不合理，而从报表反映情况来看，千金成功克服了这个问题。改革有一定成本，现在成效还未完全释放，未来利润依旧会有很可观的增长。

值得注意的是，成本费用率的下降是有限制的，改革初期费用率的快速下降是与未改革时的高费用率形成对比，改革中后期成本费用率的下降幅度肯定会降低，但是后期的增长将主要依赖销售规模的扩张。不过，千金经营模式改革之后，员工激励和成本下降将有效促进其竞争能力的增强，加之其渠道下沉布局的铺设，千金药业未来利润增幅仍非常值得期待。

传统板块稳健增长，内生驱动利好长远

千金药业专注于女性健康产业50年，现有药品（保健食品）批文51个，其中独家产品12个，主导产品妇科千金片（胶囊）用于盆腔炎性疾病后遗症治疗，属国家基本药物目录、国家医保目录品种、国家秘密技术品种、国家发明专利品种、国家中药保护品种、《中国药典》品种，在妇科炎症治疗领域具有很高的知名度，且有很好的疗效，市场占有率也颇高。在渠道下沉的背景下，能驱动中药板块获得长远的利润增长。

图表 7：中国城市实体药店中成药用药市场
妇科用药 TOP10 产品市场份额

排名	品名	份额
1	气血和胶囊	9.17%
2	洁尔阴洗液	4.39%
3	逍遥丸	4.10%
4	驴胶补血颗粒	3.62%
5	消糜栓	3.38%
6	保妇康栓	3.23%
7	妇科千金片	3.12%
8	乌鸡白凤丸	2.66%
9	妇炎康片	2.51%
10	红核妇洁洗液	2.50%
TOP10 合计		38.68%

数据来源：《2017年度医药市场发展蓝皮书》，莫尼塔研究

图表 8：中国城市社区卫生中心（站）中成药
用药市场妇科用药 TOP10 产品市场份额

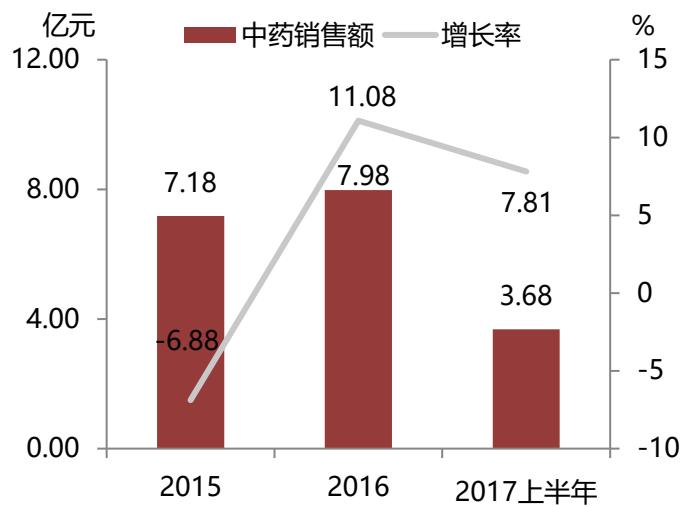
排名	品名	份额
1	妇科千金胶囊	10.38%
2	桂枝茯苓胶囊	5.03%
3	八珍益母胶囊	4.23%
4	红花逍遥片	4.14%
5	宫炎平胶囊	3.97%
6	克痒舒洗液	3.72%
7	保妇康栓	2.94%
8	妇科千金片	2.48%
9	妇炎消胶囊	2.26%
10	康妇炎胶囊	2.23%
TOP10 合计		41.38%

数据来源：《2017年度医药市场发展蓝皮书》，莫尼塔研究

2015年，千金药业曾对妇科千金片进行提价，为弱化提价效应，将大规格（每盒10片）改为小规格（72片每盒，单片有效成分减少），用户体验和习惯并没有提升，反而对千金片的销售产生一定的影响。2018年，千金药业计划重新改回大规格，此举预计有利于千金片的销售增长。

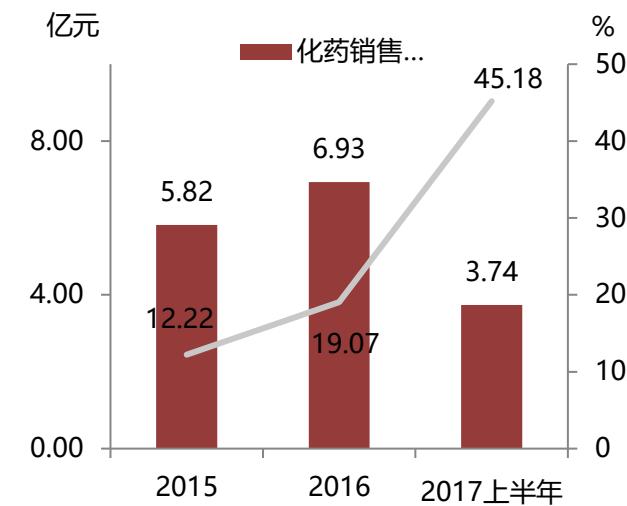
总体来说，近年千金药业传统板块增长十分稳定，其中：中药板块重点开发县级市场，加大营销信息化建设及履职过程考核，实现中药产品稳定增长，2016年中药销售同比增长11.08%，2017年上半年同比增长7.81%，预计2018年还将维持10%左右稳定增长；化药板块巩固三大终端，加大连锁药店及公立医院市场开发和新产品市场拓展，实现化药产品快速增长，2016年化药销售同比增长19.07%，2017年上半年同比增长45.18%，预计2018年还将维持40%-50%的增速。传统中西药板块维持稳定高速增长。

图表 9：千金药业 2015 年-2017 上半年
中药销售额及增长率



数据来源：千金药业年报，莫尼塔研究

图表 10：千金药业 2015 年-2017 上半年
化药销售额及增长率



数据来源：千金药业年报，莫尼塔研究

卫生用品独树一帜，战略定点前景可期

卫生用品前景广阔，高端化趋势日渐明显

近年来，随着生活水平不断提升、健康生活意识不断加强，女性消费者对卫生巾在功能、舒适、安全、健康等方面的需求不断提高；另一方面，卫生巾生产设备、技术水平的进步也推动了产品的设计、功能持续细分和演化。在上述两方面因素作用下，消费升级推动卫生巾市场规模稳步增长。

根据中国造纸协会生活用纸专业委员会的数据，2012年至2016年，卫生巾（含护垫）消费量从916.0亿片增加到1,186.1亿片，年复合增长率达到6.67%，市场规模从287.1亿元扩大至394.9亿元，年复合增长率达8.30%。

图表11：2012年-2016年中国卫生巾（含护垫）市场规模及增长率



数据来源：中商产业研究院《2017-2022年卫生巾行业发展前景及投资机会分析报告》、莫尼塔研究

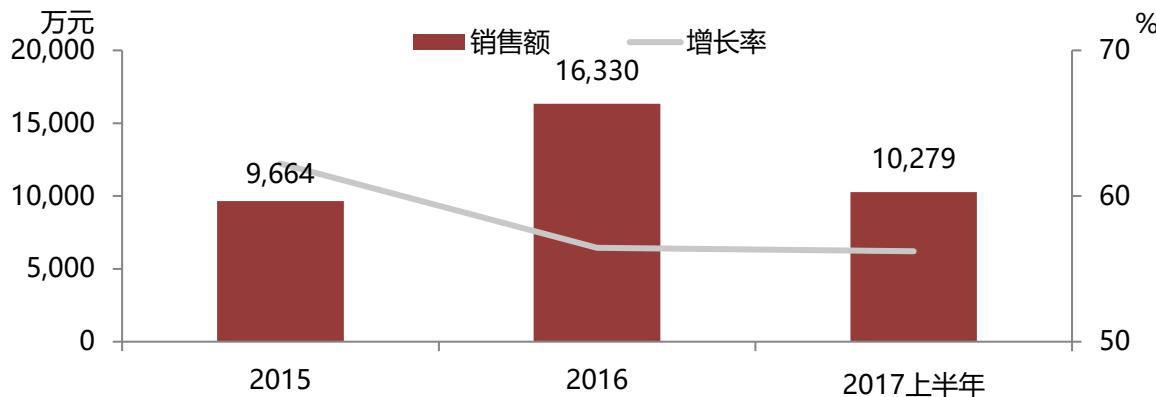
随着居民收入的不断增加，消费升级的作用越来越明显，卫生巾市场有持续高端化的趋势，像苏菲、ABC等品牌，高价位产品的增长率远高于平均。另外，中高端卫生巾品牌皆出现了非常明显的涨价情况，新产品的价格明显高于老产品，由此带动整个卫生巾消费市场销售额的不断增长。

定位高端产品，着力打造新增长点

整体市场规模的扩大，特别是中高端卫生巾市场的快速增长为新品研发实力强、生产技术领先的厂商提供了迅速发展的机遇。千金药业看到了卫生巾市场广阔的发展空间与高额的利润率，制订了“跳出妇科，做女性健康系列”的战略规划，着手进入女性卫生巾市场。

千金药业非常重视研发和商品质量，花费两年时间进行研发，使用国外原料及法国工艺，打造定位于高端产品的“千金净雅”女性卫生用品。目前，卫生用品的销售额也在快速增长。

图表 12：2015 年-2017 年上半年千金药业卫生用品销售额及增长率



数据来源：千金药业年报、半年报，莫尼塔研究

2015年之前是千金药业卫生用品的试点培育期，15年卫生用品的销售额有9664万元，同比增长62.23%，2016年销售额1.6亿元，同比增长56.44%，到2017年上半年，增速稳定在56%左右。卫生用品的毛利率相对较高，平均在56-67%，随着卫生用品规模的不断扩大，未来对于公司净利润的贡献也会逐步增大。

千金净雅未来在销售扩张方面也十分有潜力。首先，千金是妇科产品知名品牌，在中老年女性中知名度高，2016年开始，千金在女性用户聚集的爱奇艺等视频播放网站投放广告，积极提高自己在中青年中的知名度；其次卫生巾质量问题频出，像千金这种带有药品属性的品牌，给女性的安全感更强；最后，作为千金的战略新增长点，千金势必倾注重点力量扶植，目前进行的渠道下沉正好为千金净雅的销售积蓄了力量。

总结：总把新桃换旧符

总体来说，千金药业从2016年开始内部改革，大幅提高经营效率，有效降低成本费用，2017年加强布局渠道下沉，强力扩展终端覆盖，助力产品销售规模扩张。内有传统中西药板块稳健增长，外有战略新品“千金净雅”蒸蒸日上。从内部改革到销售布局，到产品增长，都有力地推动着千金迈入快车道。

传统中西药板块，保持平稳快速增长：中药板块重点开发县级市场，加大营销信息化建设及履职过程考核，预计2018年还将维持10%左右稳定增长；化药板块巩固三大终端，加大连锁药店及公立医院市场开发和新产品市场拓展，实现化药产品快速增长，预计2018年将维持40%-50%的增速。

卫生用品板块，公司主打“千金净雅”女性卫生用品，定位中高端卫生巾市场，着力打造公司业绩新增长点：千金静雅毛利率相对较高，平均在56-67%，随着产品规模的不断扩大，对于公司净利润的贡献也在逐步增大。预计未来三年卫生用品板块销售额能够维持30%-50%高速增长。

因此，公司传统板块与卫生用品板块双轮驱动，内部经营改革与外部渠道布局同步进行，不断为公司注入新活力与增长驱动力。预计公司2018年收入端能维持20%左右增速，利润端维持30%左右增速。看好公司长期发展。

近期报告

- 2018年4月9日 中美贸易战升温，对医药行业影响几何？
- 2018年3月30日 步步为营，屡屡出新——康泰生物深度报告
- 2018年3月26日 立足山东，放眼全国——瑞康医药快评纪要
- 2018年3月19日 厉兵秣马，重装上阵——广誉远快评
- 2018年3月11日 漸积跬步，终致千里——九州通深度报告
- 2018年3月7日 博观约取，厚积薄发——通化东宝调研纪要
- 2018年2月6日 创新药重磅频频，国际化锦上添花——恒瑞医药深度报告
- 2018年1月24日 健康体检，龙头先行——健康体检行业专题研究
- 2018年1月15日 早有蜻蜓立上头——变应原免疫治疗迎来发展契机
- 2017年12月26日 心向往之行必能至——一致性评价近期利好与仿制药格局远期展望
- 2017年12月19日 环保凭借力，涨价仍可期——维生素行业研究报告（二）
- 2017年12月04日 小荷才露尖尖角——变应原免疫治疗迎来发展契机
- 2017年11月27日 防范药品短缺，重查价格垄断——关于《短缺药品和原料药经营者价格行为指南》的事件点评
- 2017年11月24日 环保凭借力，涨价仍可期——维生素行业研究报告（一）
- 2017年11月13日 不拘一格降人才，各司其职为民生——上市许可持有人制度激活药品创新
- 2017年11月06日 横看成岭侧成峰，透过研发费用资本化看创新药公司
- 2017年10月31日 健友股份三季报点评：原料药制剂双轮驱动，公司业绩增长符合预期
- 2017年10月24日 行业迎来量价齐升，健友股份增长可期——肝素原料药行业研究
- 2017年10月09日 志当存高远，生长激素仍在征程
- 2017年09月25日 大浪淘沙强者胜——两票制下的医药流通行业分析
- 2017年09月12日 抗血小板药物市场竞争趋于激烈，乐普医疗成氯吡格雷市场新贵
- 2017年09月11日 乘风破浪会有时 原料制剂双丰收——健友股份
- 2017年08月30日 九州通半年报点评：业绩增长超预期，加快布局全国药品流通网络
- 2017年08月23日 乐普医疗又一潜力品种——左西孟旦市场格局分析
- 2017年08月15日 一致性评价力拔头筹 京新药业瑞舒伐他汀有望放量

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海(总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号
东亚银行大厦702室
电话：+86 21 3383 0502
传真：+86 21 5093 3700

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方
广场E1座1803室
电话：+86 10 8518 8170
传真：+86 10 8518 8173

纽约

地址：纽约市曼哈顿区麦迪逊大道295
号12楼1232单元
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801

<http://Email:cebmservice@cebm.com.cn>