

千金药业 (600479.SH)

妇科中成药龙头，发布新战略引领新增长

千金药业是国内妇产科中成药龙头企业，“千金”品牌为国家驰名商标，拥有四大独家中成药品种，并拓展其他女性健康系列产品，打造国内女性健康标杆企业；2023 年公司成功完成新管理层换届并于 2024 年发布八年战略规划（2024-2031），确定“一主两辅”战略方向，加强研发投入，进行数字化改革，聚焦主业，发展迈入新阶段。

- 现有业务经营稳健，资产质量高，重视股东回报。公司现有业务以中西制药和医药商业为主，妇科中药为公司优势领域，千金也是口服妇科炎症中成药第一品牌，拥有四大独家妇科产品，妇科千金系列上市 40 多年，市占率连续多年排名第一。作为国企，公司资产质量较高，在手现金储备丰富，同时重视股东回报，近 10 年平均股利支付率处于行业前列水平。
- 发布八年新战略，指引长期增长。2023 年公司完成新任董事长和总经理聘任，随后组建新一届管理层并在 2024 年 5 月发布八年期新战略规划，为公司业务发展和营收增长提供指引，公司发展迈入新的阶段。1) 聚焦主业，聚焦优势，确定“一主两辅”业务布局，突出深耕“女性健康领域”优势，打造女性健康标杆企业，提出到 2031 年末营收达到 80 亿元，医药工业营收 50 亿元，8 年 CAGR 超 13%，净利润率不低于行业平均水平目标；2) 加强研发投入，实施产品战略，拓展新赛道，通过市场化手段搭建研发平台，明确三大工业平台研发方向，确定年均研发投入不低于工业销售 10% 的考核目标，由自主研究为主向内外研发结合转型，提升新产品上市质量和速度；3) 实施数字化战略，变革商业模式，提质增效提升盈利水平。
- 国企改革推进顺利，具备国企和市场化运营优势。作为地方国企，公司在 2021 年就发布限制性股票激励计划，为第一批推进股权激励的地方国企之一。同样在此次新战略规划中也可以看到公司市场化经营决心，以项目分红激励和股权激励等方式引进高级人才，壮大研发队伍，坚持三双策略和三能机制（干部能上能下、收入能多能少、员工能进能出），经营效率有望进一步提升。
- 盈利预测与投资建议。我们看好公司在妇产科中成药领域的产品、品牌和渠道优势，新战略明确公司聚焦主业和聚焦优势领域，指引中长期的增长。预计 2024-2026 年将实现归母净利润 3.3/3.6/4.2 亿元，同比增长 3.0%/8.3%/18.6%，对应 PE13/12/10 倍，首次覆盖，给予“增持”投资评级。
- 风险提示：政策风险、研发失败、市场竞争加剧、中药材价格上涨风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4026	3798	4081	4415	4802
同比增长	10%	-6%	7%	8%	9%
营业利润(百万元)	444	462	474	514	609
同比增长	2%	4%	3%	8%	19%
归母净利润(百万元)	304	320	330	358	424
同比增长	1%	6%	3%	8%	19%
每股收益(元)	0.72	0.76	0.78	0.84	1.00
PE	13.9	13.2	12.8	11.8	10.0
PB	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

消费品/生物医药

目标估值：NA

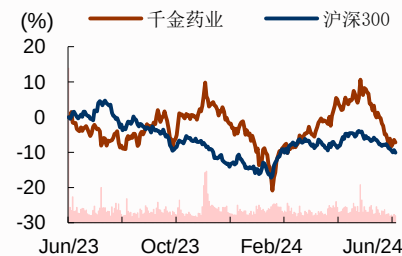
当前股价：9.97 元

基础数据

总股本（百万股）	424
已上市流通股（百万股）	419
总市值（十亿元）	4.2
流通市值（十亿元）	4.2
每股净资产（MRQ）	5.7
ROE（TTM）	13.2
资产负债率	35.1%
主要股东 株洲市国有资产投资控股集团	
主要股东持股比例	27.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-3	-9
相对表现	-9	-8	-0



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
梁广楷 S1090524010001
liangguangkai@cmschina.com.cn
欧阳京 研究助理
ouyangjing@cmschina.com.cn

正文目录

一、聚焦“一主两辅”主业，打造女性健康标杆企业.....	5
二、以中西药为主线，商业和卫生用品协同发展.....	7
2.1 医药工业：覆盖中西药，打造女性医药健康领导者	8
2.1.1 中药：以 4 个独家妇科中成药为核心，聚集妇科及产科领域.....	11
2.1.2 化药：以集采为策略，加强投入逐步向首仿/难仿/改良创新迈进	15
2.2 医药商业：深耕湖南，批发和零售协同发展	16
2.3 卫生用品：转变经营思路，聚焦区域市场	17
三、发布八年新战略，引航长期成长	18
四、盈利预测与投资建议.....	19
五、风险提示.....	20

图表目录

图 1：千金药业发展历史	5
图 2：千金药业股权结构（截至 2024 年 Q1）	5
图 3：公司营业收入及增速（单位：亿元）	6
图 4：公司归母净利润及增速（单位：亿元）	6
图 5：2018-2023 年公司三费费率.....	6
图 6：2016-2023 年公司毛利率及净利率.....	6
图 7：公司在手现金储备丰富（单位：亿元）	6
图 8：公司分红维持较高水平（单位：百万元）	6
图 9：2015-2023 年公司营业收入结构	8
图 10：2015-2023 年公司毛利润结构	8
图 11：公司制药业务营收及增速（单位：百万元）	8
图 12：公司制药业务毛利率.....	8
图 13：千金药业母公司营业收入（单位：亿元）	9
图 14：千金药业母公司净利润（单位：百万元）	9
图 15：千金湘江药业净利润（单位：百万元）	10
图 16：千金协力药业净利润（单位：百万元）	10
图 17：公司中药材及饮片销售收入（单位：百万元）	11

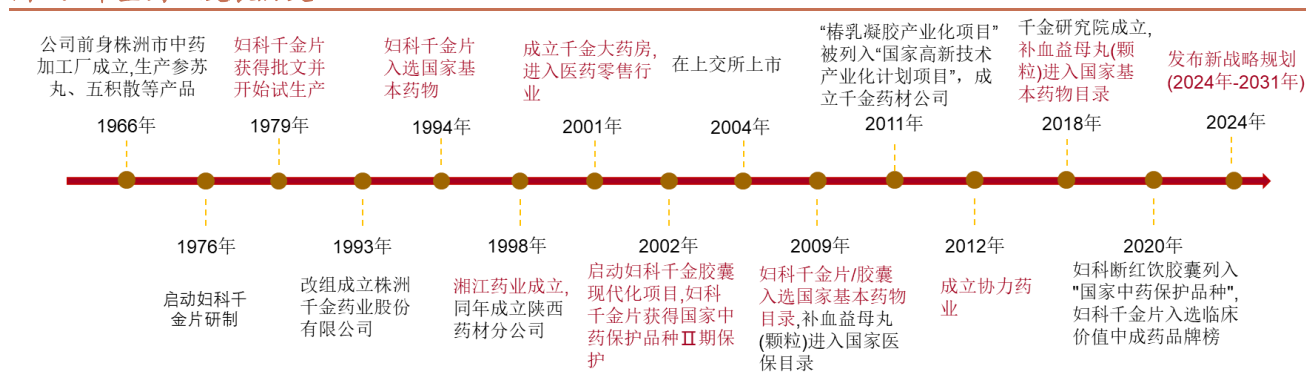
图 18: 千金药材公司净利润及增速 (单位: 万元)	11
图 19: 公司中药业务销售收入 (单位: 百万元)	11
图 20: 公司中药业务毛利率	11
图 21: 中国公立医疗机构终端妇科中成药销售额 (单位: 万元)	12
图 22: 中国城市实体药店终端妇科中成药销售额 (单位: 万元)	12
图 23: 2023H1 中国公立医疗机构终端妇科中成药 TOP20	12
图 24: 2023H1 中国城市实体药店终端妇科中成药 TOP20	12
图 25: 2018-2023 年中国妇科炎症类非处方中成药 TOP5	13
图 26: 2023 年中国零售市场妇科消炎抗菌类中成药市场格局	13
图 27: 2017-2023 年妇科千金片/胶囊样本医院销售额 (单位: 亿元)	13
图 28: 2017-2023 年妇科千金片/胶囊零售端销售额 (单位: 亿元)	13
图 29: 补血益母丸治疗产后腹痛作用机制	14
图 30: 2018-2023 年补血益母丸 (颗粒) 样本医院销售额 (单位: 百万元)	14
图 31: 椿乳凝胶能显著抑制 HPV6、HPV11 E6/E7 基因表达	15
图 32: 2023 年底公司获得审批的中成药品种	15
图 33: 公司化药业务销售收入及增速 (单位: 百万元)	15
图 34: 公司化药业务毛利率	15
图 35: 公司缬沙坦胶囊样本医院销售额 (单位: 万元)	16
图 36: 公司部分集采中标仿制药品种	16
图 37: 公司医药商业销售收入及增速 (单位: 百万元)	17
图 38: 公司医药商业毛利率	17
图 39: 千金大药房净利润及增速 (单位: 万元)	17
图 40: 公司卫生用品业务销售收入及增速 (单位: 百万元)	18
图 41: 公司卫生用品业务毛利率	18
图 42: 千金药业战略规划概要 (2024-2031 年)	19
表 1: 公司新一届核心管理层	7
表 2: 公司核心产品矩阵	9
表 3: 妇科千金系列研发项目进展	13
表 4: 补血益母系列研发项目进展	14
表 5: 截至 2023 年末公司在研仿制药梳理	16

附：财务预测表	21
---------------	----

一、聚焦“一主两辅”主业，打造女性健康标杆企业

千金药业是株洲市国资委旗下以医药工业、医药商业和大健康产品为核心主业的综合性医药集团，前身是 1966 年创建的株洲市医药公司中成药加工厂，2004 年登陆上交所。公司以聚焦妇科中成药领域为长，20 世纪 70 年代就启动核心产品妇科千金片研制工作，上市时间超过 40 年，目前形成了以四大独家妇科中成药品种为核心，包括女性卫生用品、妇科仿制药等多种产品的在销和研发管线，在国内女性健康领域处于领先地位。2024 年 5 月，公司发布新的八年期战略规划，确定了以制药工业为主，医药商业和卫生用品业务为辅的战略规划，将公司打造为全国女性健康标杆企业。

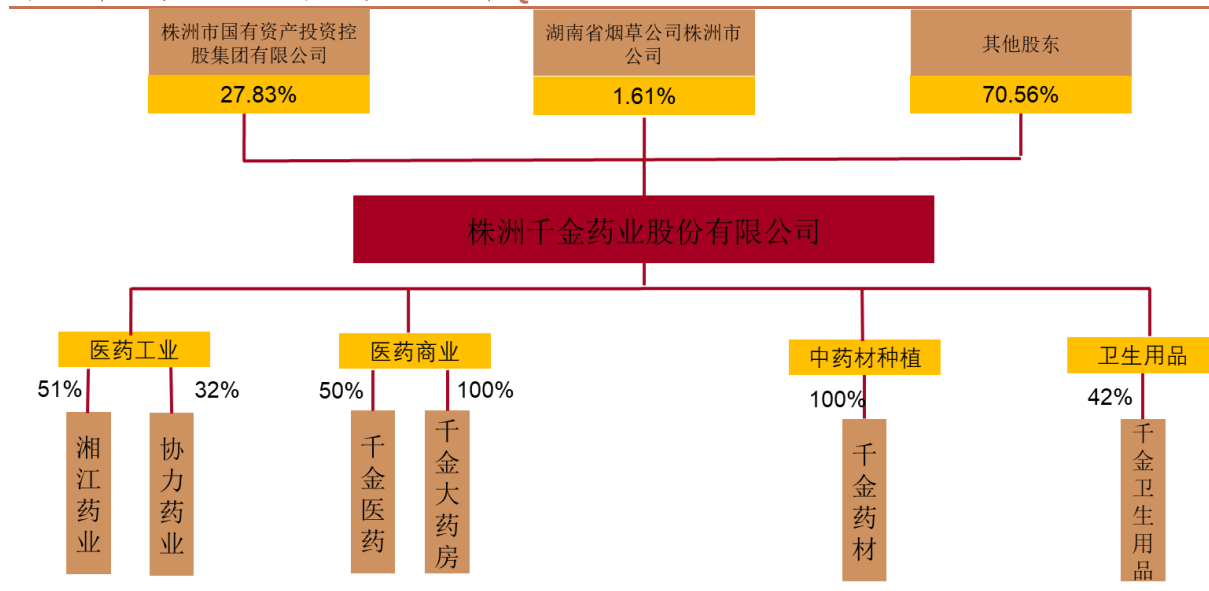
图 1：千金药业发展历史



资料来源：公司官网、招商证券

公司控股股东为株洲市国有资产投资公司，持股比例为 27.83%，旗下核心子公司包括湘江药业、协力药业等制药工业企业，千金医药和千金大药房等医药商业企业，以及从事中药材种植和饮片生产的千金药材公司，和千金卫生用品公司等。

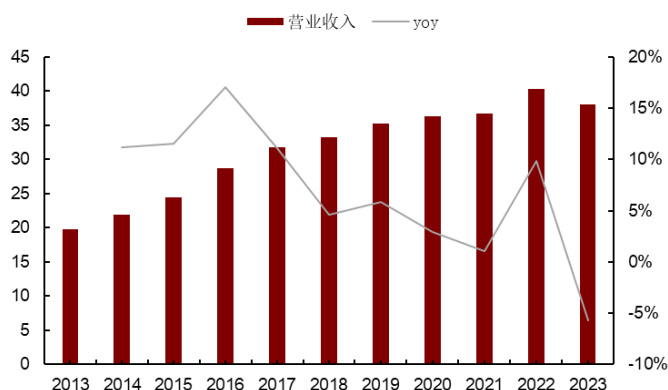
图 2：千金药业股权结构（截至 2024 年 Q1）



资料来源：公司公告、招商证券

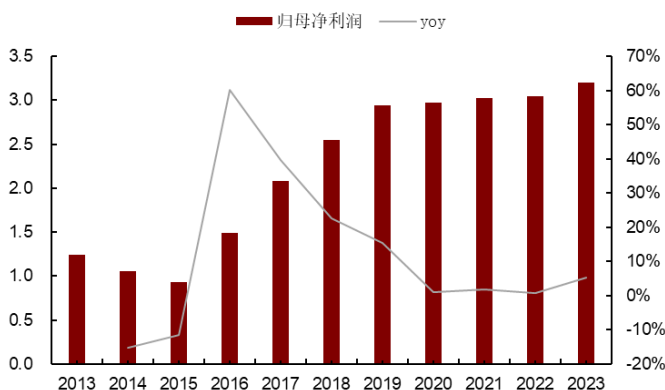
受集采等因素影响收入增速有所波动，净利润率稳步提升。历史上公司保持了较为稳定的营收增速，营业收入由 2013 年 19.7 亿元增长至 2022 年 40.3 亿元，CAGR 为 8.2%。2023 年公司实现营收 38.0 亿元，同比下降 5.7%，但利润端实现较好增长，2023 年归母净利润为 3.2 亿元，同比增长 5.5%，净利润率水平提升趋势明显。

图 3：公司营业收入及增速（单位：亿元）



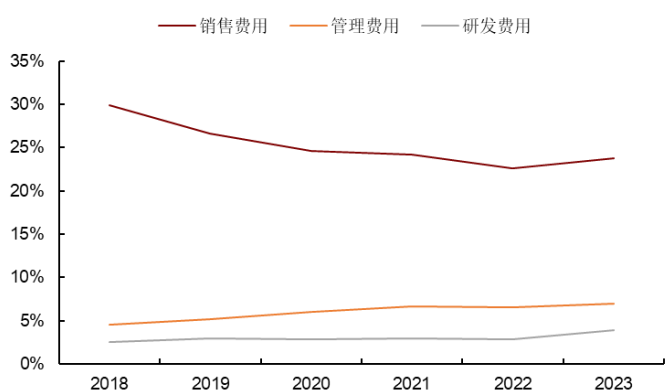
资料来源：Wind、招商证券

图 4：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



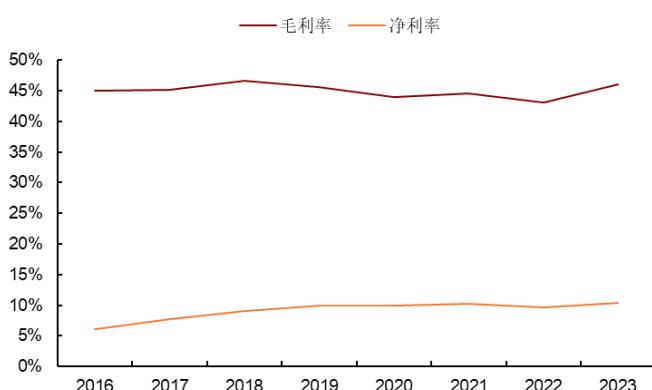
资料来源：Wind、招商证券

图 5：2018-2023 年公司三费费率



资料来源：Wind、招商证券

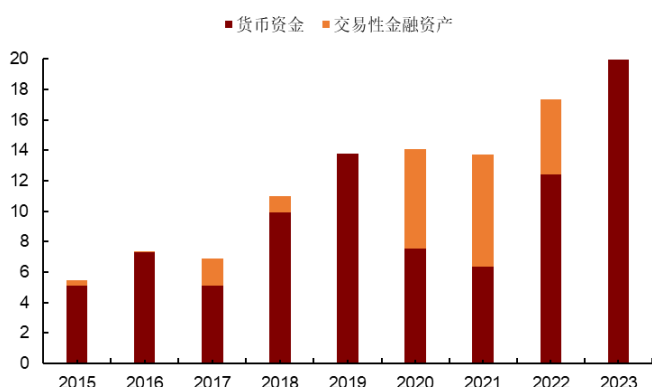
图 6：2016-2023 年公司毛利率及净利率



资料来源：Wind、招商证券

在手现金丰富，重视股东回报分红率维持较高水平。经过多年发展，公司货币资金和交易性金融资产金额水平稳步提升，2023 年底拥有在手现金接近 20 亿元，为长期发展提供坚实保障。同时公司重视股东回报，近 10 年平均股利支付率处于行业前列水平。

图 7：公司在手现金储备丰富（单位：亿元）



资料来源：Wind、招商证券

图 8：公司分红维持较高水平（单位：百万元）



资料来源：Wind、招商证券

新管理层上任，发布新战略指引未来增长。2023 年公司完成新任董事长和总经理聘任，随后组建新一届管理层，核心管理层在公司任职多年，拥有丰富的研产销管理经验。2024 年 5 月，公司发布新管理层上任后的八年期战略规划，确定了“全国制药工业百强，女性健康标杆企业”的企业愿景，并制定 2031 年末营

业收入达到 80 亿元，医药工业收入达到 50 亿元，CAGR 超过 13%，且净利润率不低于行业平均水平战略目标。

表 1: 公司新一届核心管理层

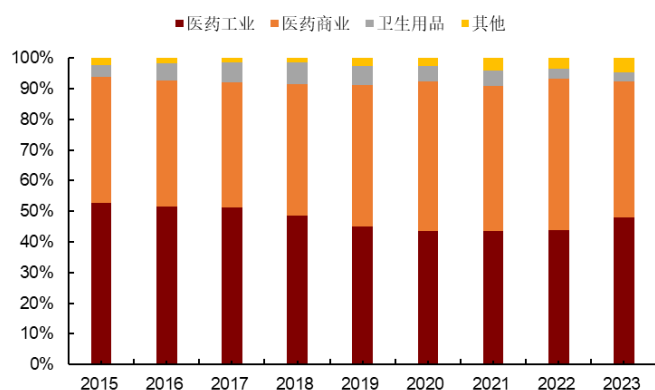
姓名	职位	任职时间	工作背景
蹇顺	董事长	2023/3/16	大学本科，经济师。2010 年 6 月至 2015 年 7 月，任株洲市交通发展集团有限公司总经理；2015 年 7 月至 2023 年 3 月，任株洲千金药业股份有限公司总经理；2016 年 5 月至今，任株洲千金药业股份有限公司董事；2022 年 12 月至 2023 年 3 月，任株洲千金药业股份有限公司副董事长；目前担任公司党委书记、董事长
陈智勇	总经理	2023/6/20	研究生学历，政工师。1996 年至 2014 年历任公司会计主管、证券事务代表，投资部经理，千金投资总经理，千金医药总经理和神农千金医药食品物流公司总经理等职；2014 年 11 月至 2021 年 12 月，任千金药业副总经理；2021 年 12 月至 2023 年 6 月，任千金湘江药业总经理；2023 年 6 月至今，担任千金药业总经理
曹道忠	副董事长、董事	2023/10/27	医学硕士。2003 年起担任株洲县委副书记、株洲县委常委、渌口工业园党工委书记、宣传部长和纪委书记等职；2015 年至 2018 年，任株洲市教育投资集团副总经理；2018 年至 2020 年，任株洲市云龙发展投资集团监事会主席；2020 年 11 月至 2023 年 9 月，任千金药业监事会主席；2023 年 10 月至今，任株洲千金药业股份有限公司副董事长
谢爱维	董事、副总经理	2015/5/21	工商管理硕士，会计师。2003 年 3 月起，在千金药业工作，历任财务总监助理、财务总监和董事会秘书等职，目前担任公司董事、副总经理
龚云	副总经理	2023/8/24	本科学历，正高级工程师。1992 年起，历任千金药业车间实习生、工艺员、车间主任、技术中心成果转化室主任、生产部经理、研发部总经理、千金研究院副院长兼中药所所长和千金研究院副院长等职，目前担任公司副总经理
欧阳云姣	副总经理	2024/1/15	大专学历，执业药师。1992 年 7 月起，历任千金药业生产班员、生产班长、综合车间工艺员、综合车间技术主管、综合车间副主任、质量部副经理、综合车间主任、河西制剂车间主任，支部书记和质量部总经理等职，目前担任公司副总经理
彭意花	副总经理、财务负责人	2024/1/15	中专学历，注册会计师。2003 年 4 月起，历任千金医药应付会计、采购会计主管、千金大药房核算会计主管、财务部副经理、千金医药财务部经理、千金医药财务总监、千金湘江财务总监等职，目前担任公司副总经理兼财务负责人
朱凇	董事会秘书	2020/7/14	高级政工师，人力资源管理师。1998 年 8 月起历任千金药业制剂车间、办公室行政主管和销售部；2004 年 1 月起担任公司团委书记、营销公司人力资源部经理、政策事务部经理、综合部经理和党群工作部部长等职，2020 年 7 月至今任公司董事会秘书

资料来源：公司公告、招商证券

二、以中西药为主线，商业和卫生用品协同发展

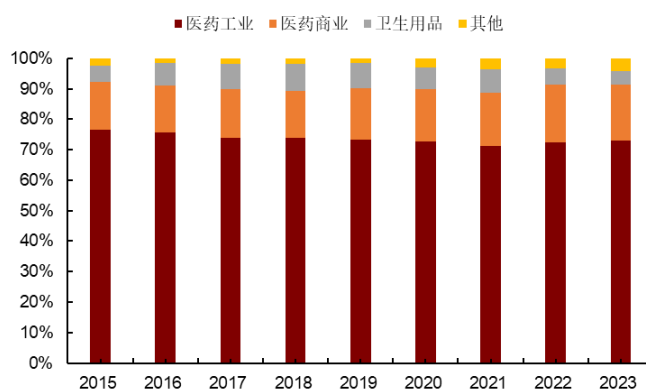
经过数十年发展，公司形成了以中西制药工业为核心主线，医药商业和卫生用品两条辅线的“一主两辅”业务布局，核心业务包括中成药、化学药、女性卫生用品的研产销，以及医药批发零售业务。医药工业是公司核心主业，2023 年收入占比 47.9%，同比提升 4pct，而毛利润占比超过 73%，是公司核心盈利来源。

图 9：2015-2023 年公司营业收入结构



资料来源：Wind、招商证券

图 10：2015-2023 年公司毛利润结构

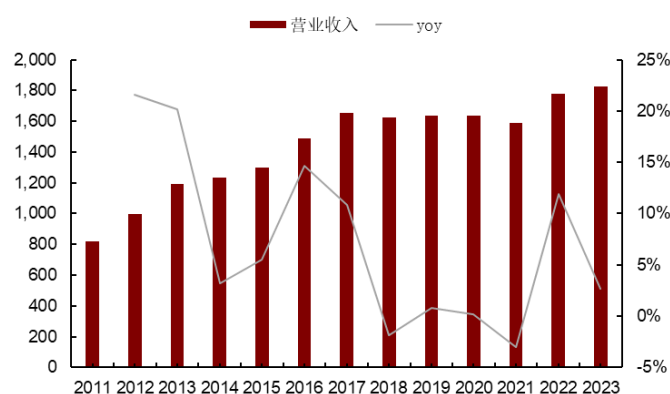


资料来源：Wind、招商证券

2.1 医药工业：覆盖中西药，打造女性医药健康领导者

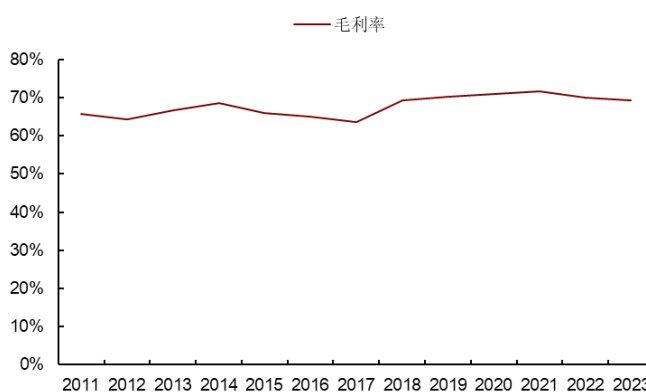
医药工业是公司核心主业，也是新战略规划中的核心主线。公司制药业务以千金药业、千金湘药和千金协力三大工业企业为核心，同时包括千金药材等子公司。截至 2023 年末，千金医药工业拥有 147 个药品批件和 23 个原料药注册批件，产品覆盖妇产科、心脑血管、肝病和抗病毒类等多个领域，同时拥有在研项目 98 个，产品矩阵持续丰富。受集采等因素影响，2017-2021 年公司制药业务营收体量有所波动，随着子公司存量品种集采出清以及新产品放量，2021 年起公司制药业务开始实现恢复性增长，2023 年制药业务营收 18.3 亿元，同比增长 2.67%。公司整体制药工业毛利率稳定，2023 年受中药材成本上涨等因素影响，毛利率略有下降。

图 11：公司制药业务营收及增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 12：公司制药业务毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

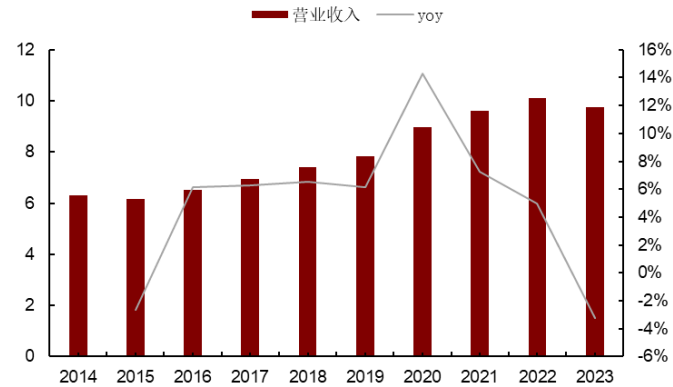
表 2：公司核心产品矩阵

产品名称	治疗领域	适应症	处方药	中药保护品种	国家基药	国家医保
妇科千金片	妇科炎症类	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	是	是	是	是
妇科千金胶囊	妇科炎症类	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	是	是	是	是
补血益母丸	产后恢复类	补益气血，祛瘀生新。用于气血两虚兼血瘀证产后腹痛	是	否	是	是
缬沙坦胶囊	心血管类	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	否	是	是
苯磺酸氨氯地平片	心血管类	高血压，慢性稳定性心绞痛及变异型心绞痛	是	否	否	是
马来酸依那普利片	心血管类	适用于减少心肌梗塞的发生率，减少不稳定性心绞痛所导致的住院	是	否	是	是
阿魏酸哌嗪片	抗血栓类	各类伴有镜下血尿和高凝状态的肾小球疾病	是	否	否	是
水飞蓟宾葡甲胺片	肝病类	用于急、慢性稳定性心绞痛急变异型心绞痛	是	否	否	是
盐酸地芬尼多片	神经系统类	防止各种原因或疾病引起的眩晕、恶心、呕吐，如乘车、船、机时的晕动症等	是	否	是	是

资料来源：公司公告、招商证券

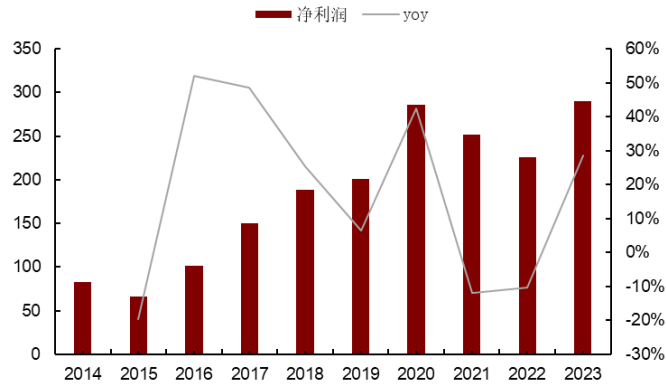
- **千金药业：** 母公司以成为妇科领域领导者为目标，“千金”品牌是国家驰名商标，聚焦妇产科和女性健康赛道，核心产品包括妇科千金片/胶囊、补血益母丸颗粒、妇科断红饮胶囊和椿乳凝胶等中成药产品，并着手开发妇科相关仿制药，不断丰富妇产科产品矩阵。

图 13：千金药业母公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 14：千金药业母公司净利润（单位：百万元）

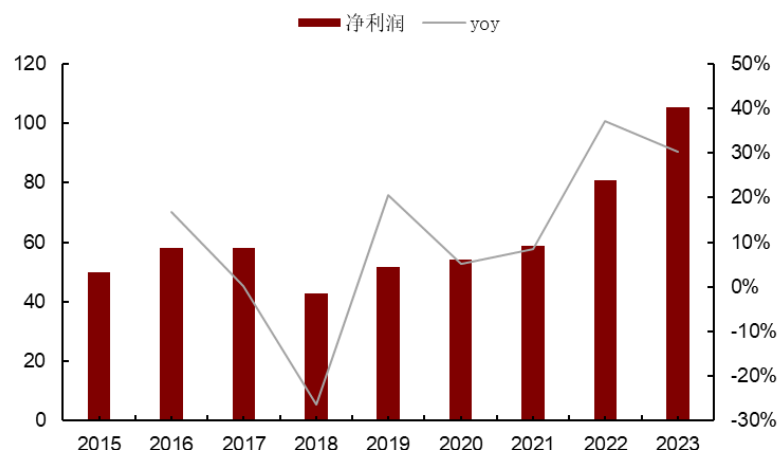


资料来源：公司公告、招商证券

- **湘江药业：** 公司控股子公司，截至 2023 年末持股 51%，为集团化学仿制药核心生产单位之一，主营业务覆盖化学原料药和制剂上下游产业链，核心产品包括拉米夫定片、缬沙坦胶囊和马来酸依那普利片等，拥有药品批文超过 50 个，“湘江”和“健甘灵”两个商标被评为“湖南省著名商标”。湘江药业以集采为机遇，在存量品种集采出清后，2023 年销售同比增长 13%，其中 9 个集采品种销售同比增长 20%，阿卡波糖等 6 个新品销售同比增长 130%，净利润 1.05 亿元，同比增长 30.2%。未来千金湘药将聚焦抗感染、心脑血管等大品种/大病种以及精神专科赛道，加大研发投入，丰富药品数

量，以集采为契机提升经营规模。

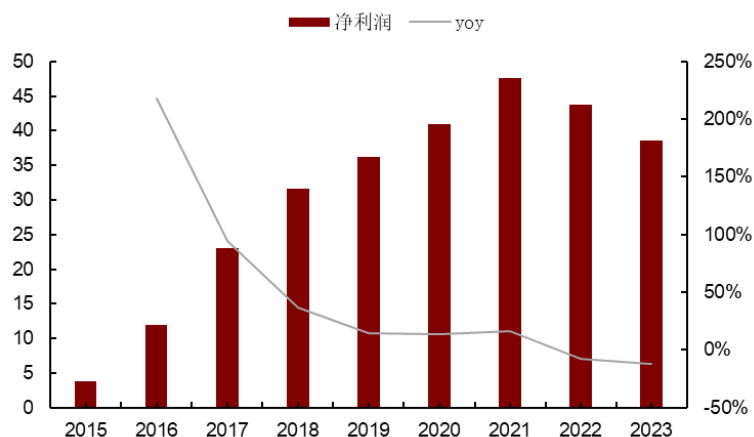
图 15：千金湘江药业净利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

- **协力药业：**公司控股子公司，持股 32%，为集团另一化学药生产基地，主营业务覆盖化学药和中成药等，核心产品包括水飞蓟宾葡甲胺片、苯磺酸氨氯地平片、恩替卡韦分散片等，拥有药品批文超 30 项。受核心品种恩替卡韦片集采影响，近几年协力净利润有所下滑，2023 年协力销售同比增长超 5%，苯磺酸氨氯地平片通过接续集采连续两年实现高速增长。未来协力药业将聚焦肝病/肾病和免疫抑制赛道，加大研发投入，通过首仿/难仿研发思路抢占市场份额。

图 16：千金协力药业净利润（单位：百万元）

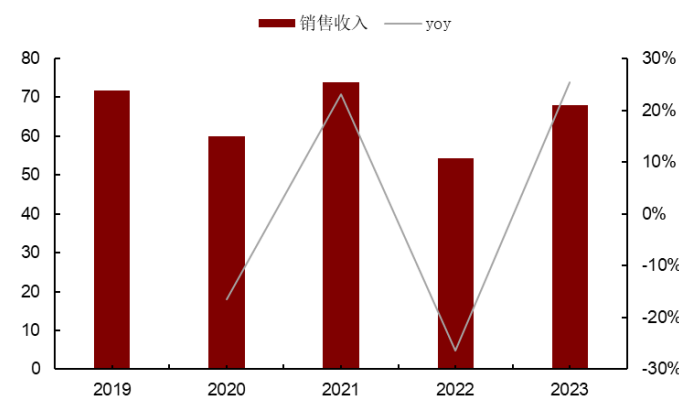


资料来源：公司公告、招商证券

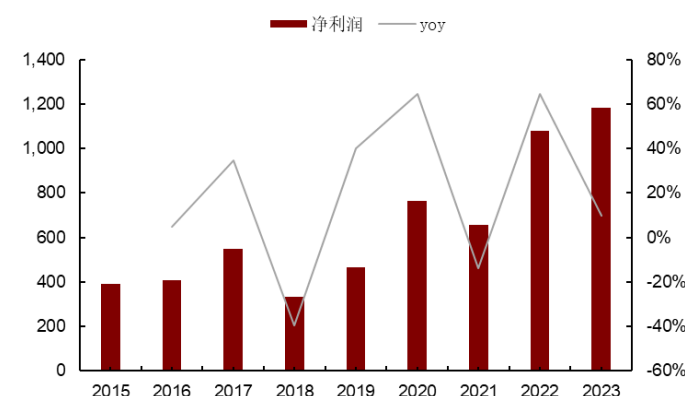
- **千金药材：**全资子公司，公司很早就重视中药材供应问题，1998 年就成立陕西药材分公司，并在 2011 年正式成立千金药材公司。千金药材在甘肃、云南等药材产地设立中药材种植、收购和加工基地，从事公司核心使用药材当归、党参和黄芪的种植和产地加工以及 30 多种道地药材销售业务，而位于株洲的 GMP 中药饮片工厂可以生产 300 余种精致中药饮片及相关药食同源健康产品。规范化的道地药材生产基地一方面可以满足公司自身高品质药材需求，降低采购成本，另一方面可以实现对外销售，2023 年中药材及饮片实现营收 6810 万元，同比增长 25.4%。

图 17: 公司中药材及饮片销售收入 (单位: 百万元)

图 18: 千金药材公司净利润及增速 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告、招商证券



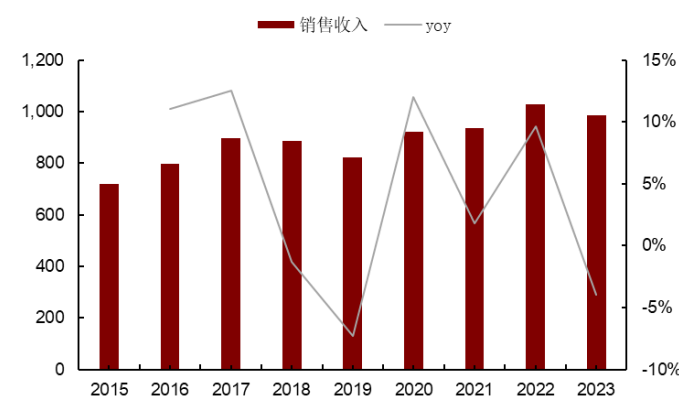
资料来源: 公司公告、招商证券

2.1.1 中药: 以 4 个独家妇科中成药为核心, 聚集妇科及产科领域

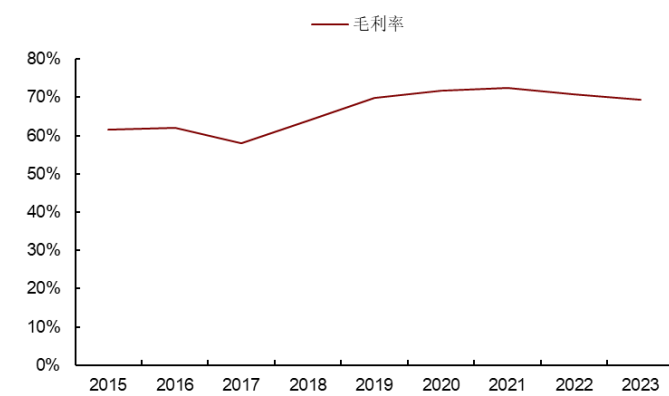
千金是口服妇科炎症中成药第一品牌。根据公司公告, 2023 年公司在妇科炎症口服用药市场占有率提升至 22.53%, 连续多年排名第一, 医院终端覆盖率增至 68%。在该领域公司拥有妇科千金片/胶囊、补血益母丸、椿乳凝胶、妇科断红饮胶囊四大独家中成药品种, 涉及盆腔炎、月经不调、宫颈炎、功能失调性子宫出血、乳腺增生、产后气血两虚和更年期综合征等多个妇产科疾病领域。2023 年千金中药业务收入 9.86 亿元, 占公司医药工业收入比重达 54.0%, 毛利率受原材料成本上涨等因素影响略有下降。

图 19: 公司中药业务销售收入 (单位: 百万元)

图 20: 公司中药业务毛利率



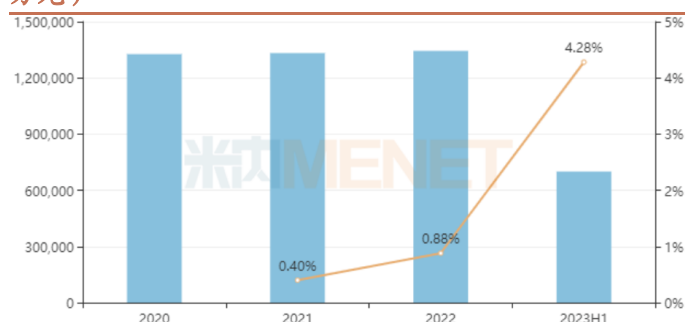
资料来源: 公司公告、招商证券



资料来源: 公司公告、招商证券

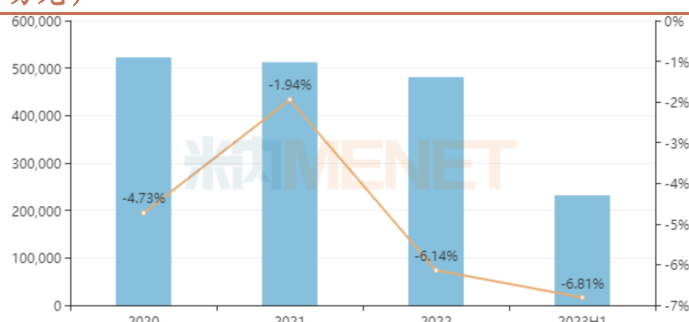
中成药在妇科疾病领域应用广泛, 整体市场保持平稳。根据米内网数据, 2022 年中国妇科疾病中成药市场规模约为 388 亿元, 同比增长 4.9%。其中院内市场终端销售额继续维持在百亿元以上, 2022 年超过 130 亿元, 保持略微增长趋势, 而随着消费人群变化和互联网购药兴起, 妇科中成药在实体药店有所承压, 销售额连续下滑。从细分类别看, 妇科炎症和妇科调经用药是院内外妇科中成药主力产品, 合计销售占比均超过 65%。米内网数据显示千金药业在院内外市占率均超过 5%, 其中在实体药店市场连续多年蝉联第一, 品牌及产品认可度居于行业前列。

图 21: 中国公立医疗机构终端妇科中成药销售额 (单位: 万元)



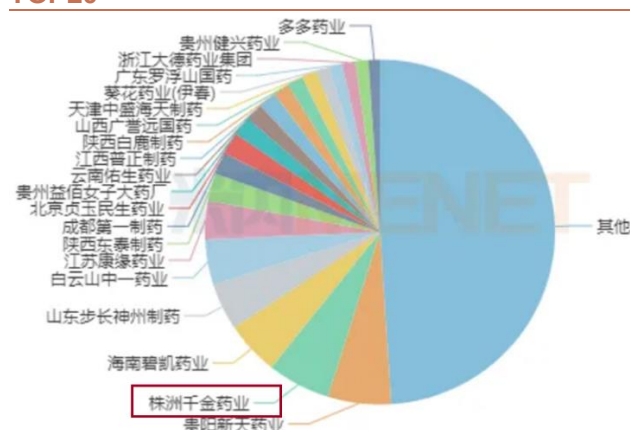
资料来源: 米内网、招商证券

图 22: 中国城市实体药店终端妇科中成药销售额 (单位: 万元)



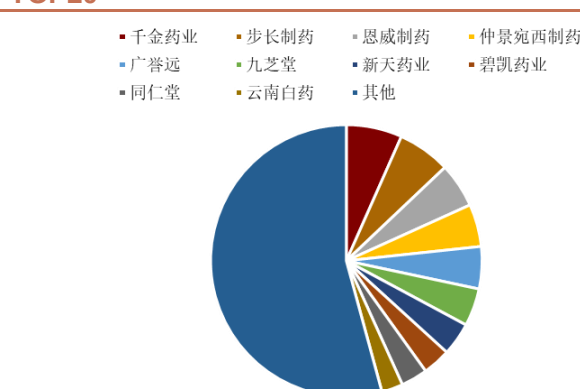
资料来源: 米内网、招商证券

图 23: 2023H1 中国公立医疗机构终端妇科中成药 TOP20



资料来源: 米内网、招商证券

图 24: 2023H1 中国城市实体药店终端妇科中成药 TOP20



资料来源: 米内网、招商证券

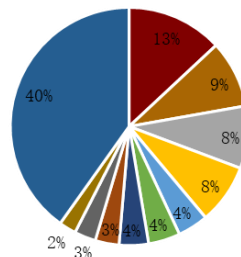
➤ **妇科千金片/胶囊:** 妇科千金片是公司在 20 世纪 70 年底自主研发的独家妇科中成药，并在此基础上研制出妇科千金胶囊剂型，有超过 40 多年的临床使用经验，积累了卓越的临床疗效和口碑，被列为国家中药保护品种，纳入国家基药和医保双目录，具有清热除湿、益气化瘀功效，广泛用于各种妇科炎症类疾病。根据中国非处方药物协会统计，妇科千金片/胶囊在妇科炎症类疾病中成药领域排名稳步提升，并实现连续 2 年排名第一；根据公司公告妇科千金片/胶囊在城市零售药店妇科炎症中成药市场的份额为 29.3%，在公立医疗机构市场份额占比从 2017 年 17.0% 跃升至 2022 年 21.8%，连续十多年保持口服妇科炎症中成药第一品牌地位。

图 25: 2018-2023 年中国妇科炎症类非处方中成药 TOP5

排名	2018		2019		2020		2021		2022		2023	
	品牌	药品	品牌	药品	品牌	药品	品牌	药品	品牌	药品	品牌	药品
1	修正	消糜栓	广誉远	定坤丹	修正	消糜栓	修正	消糜栓	千金	妇科千金胶囊/片	千金	妇科千金胶囊/片
2	本草纲目	妇科调经颗粒	修正	消糜栓	千金	妇科千金片/胶囊	千金	妇科千金片/胶囊	修正	消糜栓	修正	消糜栓
3	广誉远	定坤丹	千金	妇科千金胶囊/片	广誉远	定坤丹	广誉远	定坤丹	恩威	洁尔阴洗液	恩威	洁尔阴洗液
4	碧凯	保妇康栓	同仁堂	同仁乌鸡白凤丸/口服液	同仁堂	同仁乌鸡白凤丸	同仁堂	同仁乌鸡白凤丸	花红	花红片/胶囊/颗粒	本草纲目	妇科白带膏
5	同仁堂	同仁乌鸡白凤丸	仲景	逍遥丸	昆中药	舒肝颗粒	昆中药	舒肝颗粒	本草纲目	妇科白带膏	三力制药	日舒安洗液

图 26: 2023 年中国零售市场妇科炎症抗菌类中成药市场格局

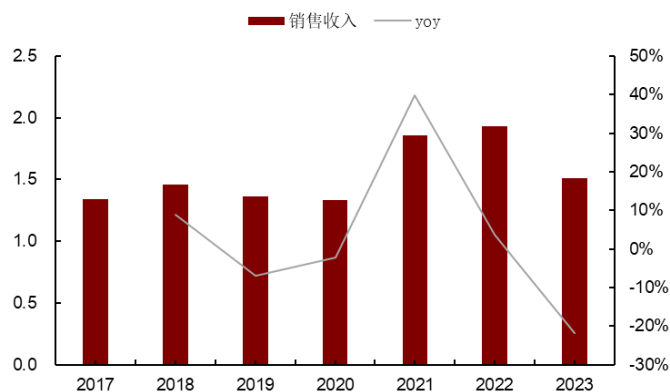
■ 洁尔阴洗液 ■ 妇科千金片/胶囊 ■ 保妇康栓 ■ 妇科炎症片
 ■ 复方黄柏液涂剂 ■ 红核妇洁洗液 ■ 苦参凝胶 ■ 保妇康凝胶
 ■ 康妇凝胶 ■ 复方黄藤洗液 ■ 其他



资料来源: 中国非处方药物协会、招商证券

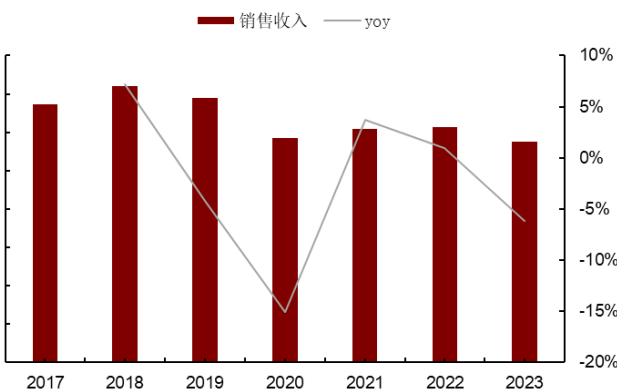
资料来源: 中康数据、招商证券

图 27: 2017-2023 年妇科千金片/胶囊样本医院销售额 (单位: 亿元)



资料来源: 药融云、招商证券

图 28: 2017-2023 年妇科千金片/胶囊零售端销售额 (单位: 亿元)



资料来源: 中康数据、招商证券

妇科千金片/胶囊临床学术研究稳步推进, 布局海外取得进展。由中国中医临床基础医学研究所牵头的“妇科千金胶囊联合抗生素治疗盆腔炎性疾病随机、双盲、阳性药对照、多中心上市后再评价”项目即将完成结题, 将有效提高妇科千金胶囊学术影响力及市场地位, 凸显临床价值。同时公司持续推进妇科千金胶囊国际市场注册, 2021 年取得美国市场备案, 2023 年完成在巴基斯坦临床试验。

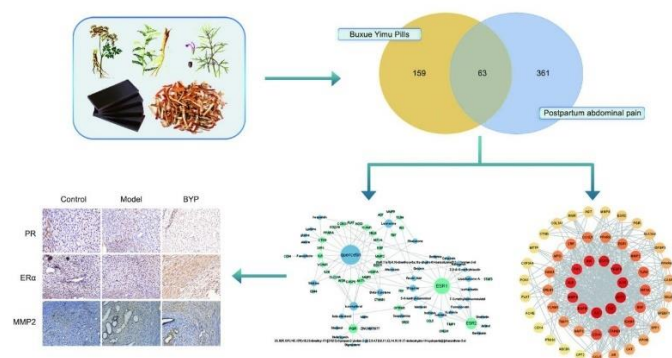
表 3: 妇科千金系列研发项目进展

药品名称	研发项目	注册分类	适应症	研发阶段
妇科千金方	中药新药	中药 1/2 类	妇科用药	药学研究
妇科千金胶囊	上市后再评价	-	妇科用药, 治疗盆腔炎疾病所致慢性盆腔痛	临床研究
妇科千金胶囊	产品出口	-	妇科用药, 治疗盆腔炎疾病所致慢性盆腔痛	注册申报

资料来源: 公司公告、招商证券

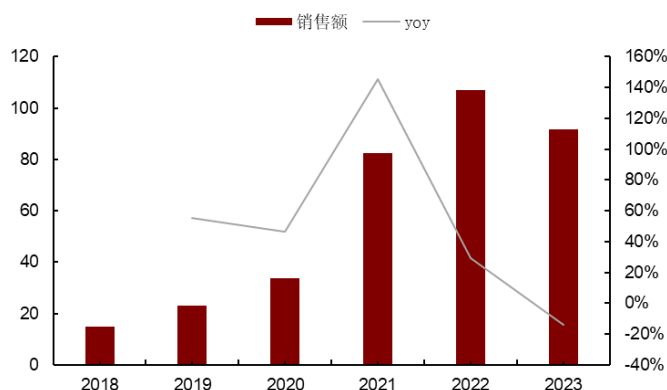
➤ **补血益母丸 (颗粒):** 补血益母丸/颗粒为公司独家品种, 由当归、黄芪、益母草、阿胶、陈皮五味药材组成, 国家基药和医保双目录品种, 具有补益气血、祛瘀生新功效, 主要用于产后腹痛气血两虚兼血瘀证, 疗效确切。相比于传统补气血类产品, 补血益母丸更有祛瘀生新治疗功效, 根据公司公告在产后恢复类中成药市场补血益母丸 (颗粒) 市占率由 2017 年 1.9% 提升至 2022 年 8.1%, 2021 年首先实现销售超亿元, 维持快速增长趋势。

图 29：补血益母丸治疗产后腹痛作用机制



资料来源：《中国药学》、招商证券

图 30：2018-2023 年补血益母丸（颗粒）样本医院销售额（单位：百万元）



资料来源：药融云、招商证券

重点提升补血益母丸临床学术影响力，以学术带动销售突破。在原有产后腹痛适应症基础上，公司不断探索补血益母丸循证医学研究，加强对补血益母丸（颗粒）流产后生育力保护研究，拓展流产和产后康复市场。同时“补血益母丸治疗产后腹痛（气血两虚兼血瘀证）”的临床研究正有序入组，中药保护品种申报工作稳步推进。公司以提升补血益母丸学术影响力为核心，随着产品临床认可度和覆盖医院数量增加，在国基药目录加持下，补血益母丸（颗粒）有望成为妇科千金系列后公司在妇科中成药领域另一核心单品。

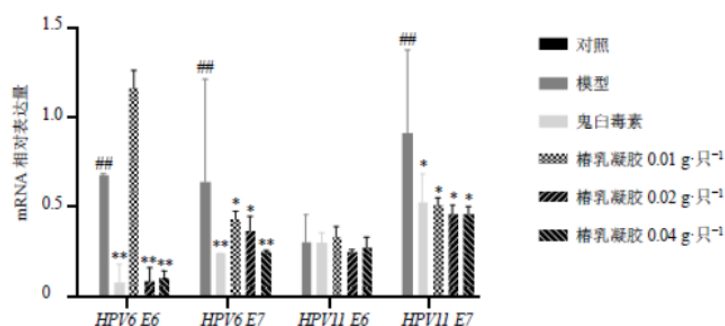
表 4：补血益母系列研发项目进展

药品名称	研发项目	注册分类	适应症	研发阶段
补血益母丸	基础研究	-	治疗气血两虚兼血瘀证产后腹痛	药理毒理研究
补血益母制剂	上市后再评价	-	治疗产后腹痛	临床研究

资料来源：公司公告、招商证券

除了以上两大核心医保及基药品种外，妇科断红饮胶囊和椿乳凝胶也是公司独家妇科中成药产品。其中妇科断红饮胶囊为国家医保产品，2021 年被列入国家中药保护品种，具有凉血，化瘀，止血功效，用于功能失调性子宫出血等症状。椿乳凝胶为国家医保产品，由椿皮、苦参、牡丹皮、乳香、冰片 5 味中药组方而成，具有清热燥湿、祛瘀生肌的功效，主要用于慢性宫颈炎之宫颈糜烂及中医辨证属于湿热瘀阻证。在现有中成药基础上，2021 年公司购买取得定坤丹、安宫牛黄丸等传统中成药品种批文，目前正处于工艺验证阶段，验证通过后将逐步推向市场，进一步丰富公司中药产品矩阵。

图 31: 椿乳凝胶能显著抑制 HPV6、HPV11 E6/E7 基因表达



资料来源:《中草药》、招商证券

图 32: 2023 年底公司获得审批的中成药品种

药品名称	药物类别	注册分类	进展
生化丸	妇科药物	补充申请	获得批准
白带丸	妇科药物	补充申请	获得批准
定坤丹	妇科药物	补充申请	获得批准
逍遥丸	妇科药物	补充申请	获得批准
二十七味定坤丸	气血双补剂	补充申请	获得批准
人参养荣丸 (水蜜丸)	气血双补剂	补充申请	获得批准
人参养荣丸 (大蜜丸)	气血双补剂	补充申请	获得批准
宽中顺气丸	消化系统用药	补充申请	获得批准
安宫牛黄丸	清热开窍剂	补充申请	获得批准
小金丸	温经理气活血剂	补充申请	获得批准

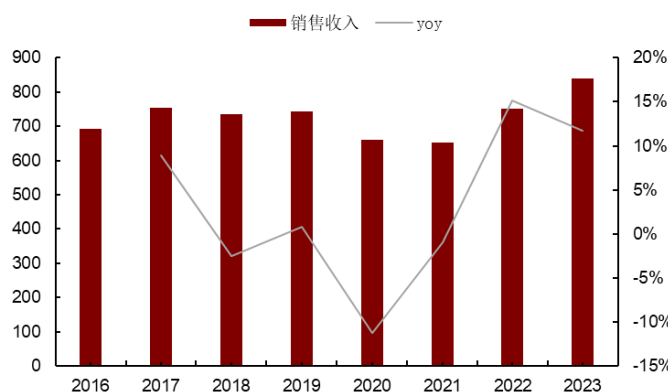
资料来源:公司公告、招商证券

2.1.2 化药: 以集采为策略, 加强投入逐步向首仿/难仿/改良创新迈进

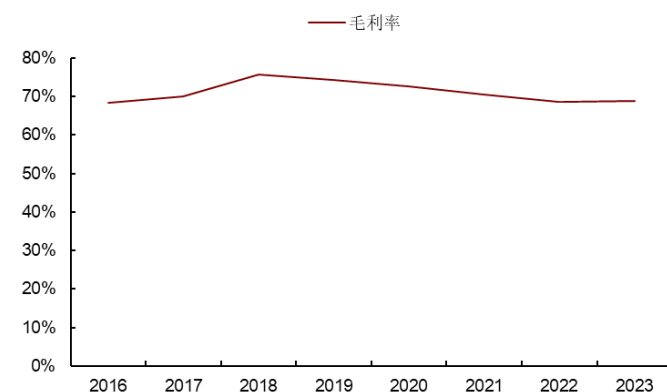
千金西药板块以子公司湘江药业和协力药业为核心, 覆盖抗感染、抗病毒、心脑血管以及肝病肾病等专科领域, 主要产品包括全国首仿品种拉米夫定片、缬沙坦胶囊、马来酸依那普利片、水飞蓟宾葡甲胺片和恩替卡韦分散片和相关原料药等。受核心产品集采影响, 2020-2021 年公司化药销售收入和毛利率有所下降, 随着存量品种集采出清以及新增批文放量, 2022 年起化药业务逐渐实现恢复增长, 毛利率也出现一定程度回升。

图 33: 公司化药业务销售收入及增速 (单位: 百万元)

图 34: 公司化药业务毛利率



资料来源: Wind、招商证券

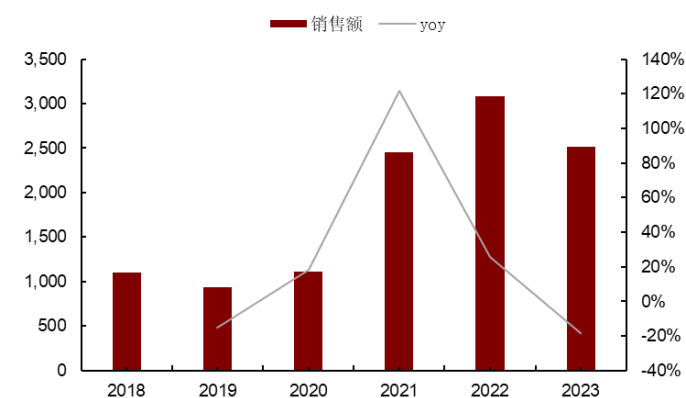


资料来源: Wind、招商证券

以集采为策略, 借助成本优势实现以价换量。在化学仿制药领域, 公司借助原料药成本及自建销售队伍优势, 采取积极拥抱集采策略, 虽然价格有所降低, 但有效促进产品放量。以缬沙坦胶囊为例, 2020 年湘江药业缬沙坦胶囊以 8.63 元/36 粒/盒价格中标第三批全国集采, 药融云数据库显示 2021 年湘江药业缬沙坦胶囊在样本医院销售额同比增长 121.5%, 通过集采有效实现销售额提升。除了缬沙坦胶囊外, 公司马来酸依那普利片、阿托伐他汀钙片、阿卡波糖片等品种也顺利完成集采续标中选, 促进产品放量。

图 35：公司缬沙坦胶囊样本医院销售额（单位：万元）

图 36：公司部分集采中标仿制药品种



资料来源：药融云、招商证券

药品名称	集采批次	供应地区	中标价格
缬沙坦胶囊	第三批国采	内蒙古、江西等6省	0.24元/80mg
马来酸依那普利片	国采接续中标	广东、山西等18省	0.31元/10mg
阿托伐他汀钙片	国采接续中标	广东、山西等19省	0.2元/10mg
阿卡波糖片	国采接续中标	河南、山西等24省	0.18元/50mg
他达拉非片	国采接续中标	广东、山西等23省	9元/20mg
苯磺酸氨氯地平片	国采接续中标	广东、山西等19省	0.2元/5mg
盐酸贝那普利片	国采接续中标	河南、河北等17省	0.29元/10mg

资料来源：公司公告、药融云、招商证券

加大研发投入丰富批文数量，逐步向难仿/首仿/改良创新迈进。在新战略规划里，公司明确母公司同步发展妇产科仿制药，湘药聚焦大品种/大病种和精神专科赛道，协力聚焦肝病/肾病和免疫抑制赛道的研发路径，在自主研发基础上形成研、委、买的多样化研发体系，以提升研发质量并加快产品上市进度。短期内公司将一般仿制药为主，采取多 SKU 策略，以高效低成本方式快速补充批文数量“光脚”参加集采获取增量，中长期公司将通过合作或者参股基金方式开发难仿/首仿或创新药，提升竞争壁垒。

表 5：截至 2023 年末公司在研仿制药梳理

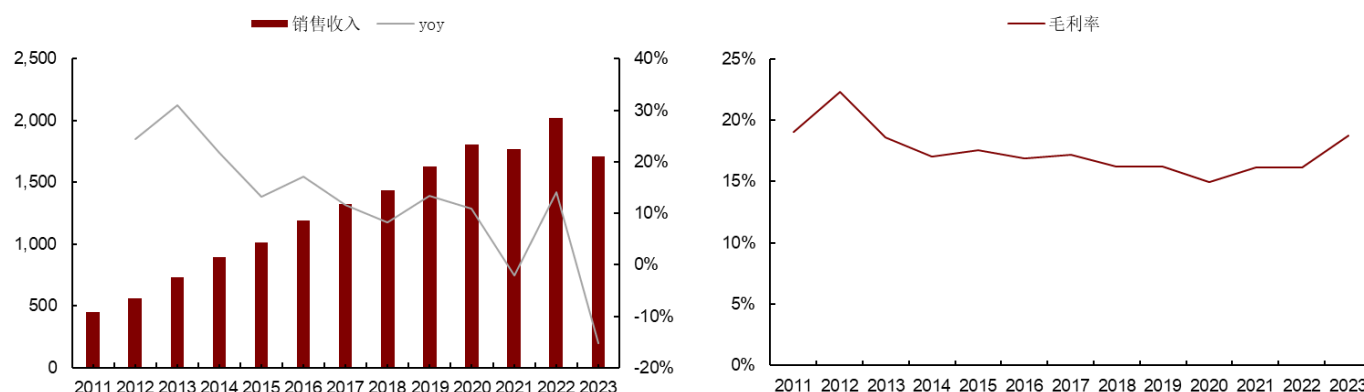
研发项目	药品名称	注册分类	适应症	研发阶段
仿制药新产品	富马酸伏诺拉生片	化药 4 类	消化道类药物	临床研究
仿制药新产品	沙库巴曲缬沙坦钠片	化药 4 类	高血压药物	申报资料撰写
仿制药新产品	硝呋太尔制霉菌素阴道软胶囊	化药 4 类	细菌性阴道病/滴虫性阴道炎/阴道混合感染等	临床研究
仿制药新产品	项目 44	化药 4 类	补益类药物	药学研究
仿制药新产品	项目 47	化药 4 类	呼吸道类药物	药学研究
仿制药新产品	项目 48	化药 4 类	维生素类药物	提交申报
仿制药新产品	项目 49	化药 4 类	呼吸道类药物	药学研究
仿制药新产品	项目 50	化药 4 类	精神类药物	临床研究
仿制药新产品	项目 51	化药 4 类	维生素类药物	申报资料撰写

资料来源：公司公告、招商证券

2.2 医药商业：深耕湖南，批发和零售协同发展

医药商业是公司“一主两辅”战略的重要辅线。千金医药商业板块深耕湖南地区，以旗下千金医药和千金大药房 2 家子公司为核心，同时布局医药批发和医药零售业务。公司医药商业整体营收保持稳健增长，2023 年收入 17.1 亿元，受高基数因素影响同比下降 15.3%，而毛利率恢复趋势明显。

图 37：公司医药商业销售收入及增速（单位：百万元） 图 38：公司医药商业毛利率

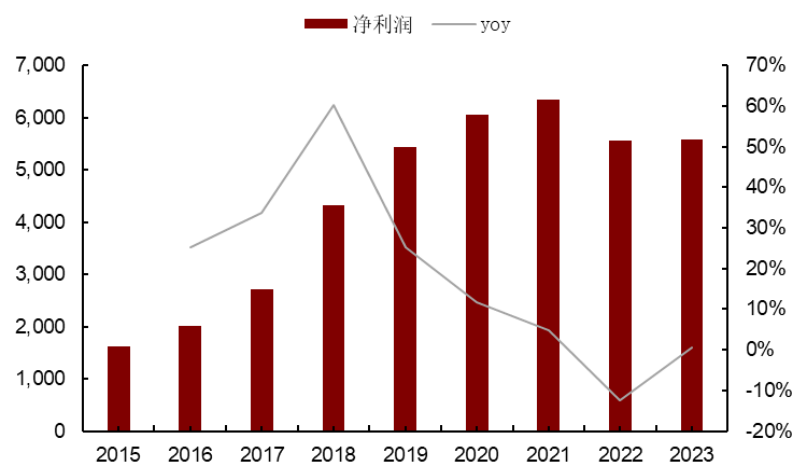


资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

- **千金医药：**成立于 1998 年，建立起覆盖湖南全省的配送网络，重点培育长株潭及周边地区医疗及药店终端，已经成为几十家大型制药企业湖南总代理或特约经销商，经营品规超 7000 个。在新战略规划里，千金医药以提质增效为核心，持续优化业务结构，立足株洲本地仓储物流和终端覆盖优势，培育代理品牌业务新增长点，同时加快数字化转型，盈利能力有望得到提升。
- **千金大药房：**成立于 2000 年，公司全资子公司，截至 2023 年底千金大药房共有门店数量 1600 多家，主要分布于湖南长株潭及周边地区。根据商务部数据，2022 年千金大药房零售总额排名全国第 30 名，在湖南省内仅次于老百姓和益丰药房等全国性零售企业。未来公司推动药房业务数字化转型，新零售业务稳步增长，2023 年 B2C 板块销售同比增长超 6%，O2O 板块销售同比增长超 30%，通过精细化管理提升运营效率。

图 39：千金大药房净利润及增速（单位：万元）



资料来源：公司公告、招商证券

2.3 卫生用品：转变经营思路，聚焦区域市场

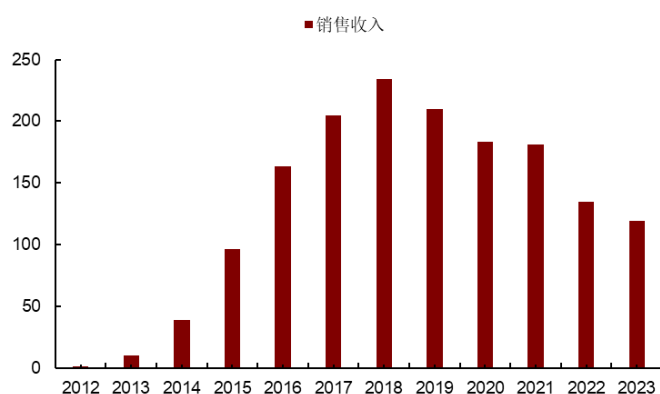
千金卫生用品业务主要由旗下千金卫生用品公司经营，核心产品为“千金净雅”牌卫生巾，同时依托千金药业在女性健康领域积累的专业经验和生产技术，陆续开发出医用护理垫、小解巾、产妇包、婴儿纸尿裤等 100 多个产品。

2013 年 12 月公司正式推出“千金净雅”品牌，凭借优异的产品品质以及千金品牌和渠道优势，销售额保持快速增长，2018 年卫生用品业务实现销售收入 2.3

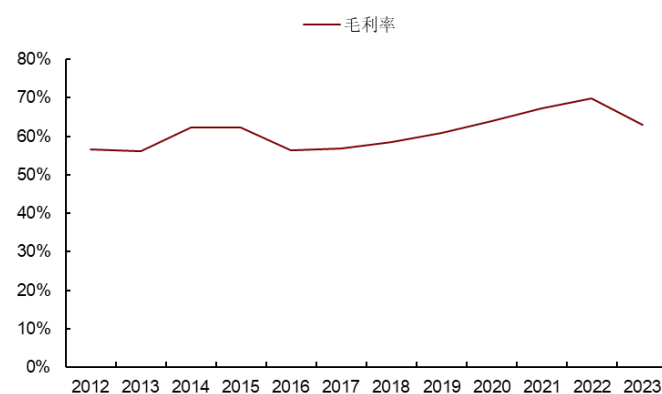
亿元，达到历史峰值。而随着线上零售兴起，以及疫情等因素导致线下传统渠道经营受挫，公司卫生用品销售也受到一定影响，销售额持续下降。

在传统渠道表现不佳的背景下，公司主动转变经营思路，力求实现卫生用品业务的恢复性增长。一方面聚焦湖南区域市场，更有利于公司发挥区域品牌和渠道资源优势；同时培育线上市场和私域客户，作为更偏消费属性的卫生用品业务，线上化和私域流量属性趋势明显；另一方面提供多样化产品矩阵满足不同人群需求，过去公司“净雅”品牌聚焦高端市场，受众有限，未来将通过整合内外研发资源优势，形成覆盖高中低三个价格带的产品体系，打开消费者覆盖面。

图 40：公司卫生用品业务销售收入及增速（单位：百万 图 41：公司卫生用品业务毛利率（元）



资料来源：公司公告、招商证券



资料来源：公司公告、招商证券

三、发布八年新战略，引航长期成长

过去几年，受疫情、集采和渠道变革等因素影响，公司业绩体量增长有限。我们认为此次八年新战略的发布预示公司进一步理清核心业务结构，聚焦主业和核心优势，以“深耕女性健康领域”为最大标签，追求高质量发展。同时公司公告到 2031 年末营业收入达到 80 亿元，医药工业收入达到 50 亿元，净利润率不低于医药行业平均水平的战略目标，指引公司的长期成长曲线。

梳理公司发布的战略规划概要，研发、数字化和人才战略将成为公司核心举措。

- **研发：加强研发投入力度，实施产品战略是公司发展之首**，将有效解决过去公司产品有限，新业务增长点不足矛盾，同时由自主研发为主向研、委、买结合的内外协同研发转型，力求更快地推出新产品；
- **数字化：对经营全流程进行数字化改造**，目的是推进提质增效，从而提升盈利水平。通过数字化商业模式变革，工业、商业和卫生用品业务实现降本增效，提升公司现有净利润率水平；
- **人才：以市场化机制提升员工积极性**。通过现金激励、股权激励和项目分红激励等多种方式吸引新人才并留住核心员工。

图 42：千金药业战略规划概要（2024-2031 年）

企业愿景		全国制药工业百强、女性健康标杆企业
战略目标		通过内生增长和外延扩张实现高质量发展，力争2031年末营业收入达到80亿元，其中医药工业收入达到50亿元，净利润率不低于医药行业平均水平
战略方向	核心主线	发挥“千金”品牌优势，做大做强千金药业/千金湘江/千金协力3家工业企业，深挖现有产品潜力，并形成丰富的新产品储备
	并行辅线1	深耕湖南市场，千金大药房通过精细化管理及运营强化零售药店增长的内生驱动力，千金医药立足株洲区域优势，寻找新增长点
	并行辅线2	确定湖南市场、线上市场和私域客户三大核心市场，打造高中低三个价格带产品，净雅目标成为区域市场强势卫生巾品牌
产品战略	研发方向	千金药业：聚焦妇产科和女性健康赛道 千金湘药：聚焦大品种/大病种和精神专科赛道 千金协力：聚焦肝病/肾病和免疫抑制赛道
	研发投入	年均研发投入强度不低于工业销售额10%，将研发投入强度纳入对子公司绩效考核，产品研发每年上一个台阶
	研发平台	建设千金研究院，加强与国内外研发企业合作
	研发队伍	以股权激励、项目分红激励等多种激励方式吸引并留住核心研发人员
数字化战略	研发数字化	通过机制变革和研发中台建设提高研发效率，通过薪酬变革和双通道建设提高研发人员收入，通过整合内外部研发资源加快研发速度
	生产数字化	通过产供销一体化组织整合大生产板块，通过工艺升级、设备改进和供应链管理实现最大限度降本增效
	管理数字化	全面梳理和优化管理制度和流程节点，制定战略相关的决策、执行、评价和考核制度和 SOP
	营销数字化	打造数字千金营销新模式，建设数智大脑和四大中台系统，从渠道为王转变为用户为王
人才战略		以市场化体系建设人才队伍，建立战略人才梯队

资料来源：公司公告、招商证券

四、盈利预测与投资建议

我们认为随着公司新战略实施，加强研发投入强度，通过数字化变革商业模式，将有效解决过去公司产品有效增长动力不足问题，在新战略规划指引下，各业务均有望保持稳健增长。

- **医药工业：**公司新规划里的核心主业，一方面现有品种在学术和产品力推动下预计继续保持稳健增长，另一方面随着公司研发投入见效，新产品的获批将为公司带来增量贡献，核心主业医药工业将成为带动公司增长最大引擎，预计 2024-2026 年医药工业将实现营业收入 22.8/26.0/29.7 亿元，同比增长 13.1%/13.8%/14.2%；
- **医药商业：**确定聚焦湖南市场战略，基于区域优势和特色不断优化业务结构，通过数字化推进降本增效，预计 2024-2026 年医药商业营业收入将平稳增长，盈利水平有望稳步提升。

综上，我们预计 2024-2026 年公司将实现营业收入 40.8/44.2/48.0 亿元，同比增长 7.4%/8.2%/8.8%，归母净利润 3.3/3.6/4.2 亿元，同比增长 3.0%/8.3%/18.6%，EPS 为 0.78/0.84/1.00 元，根据 2024 年 6 月 27 日收盘价，对应 PE 为 13/12/10

倍，首次覆盖，给予“增持”投资评级。

五、风险提示

政策风险：医药行业受相关政策影响，药品审评审批、上市准入、销售支付政策均会对公司生产经营产生影响；

研发失败风险：药品研发具有不确定性，若研发成果不及预期或失败可能会对公司经营造成不利影响；

市场竞争加剧风险：市场竞争加剧可能会造成药品价格下降会在市场份额流失，从而影响公司生产经营；

中药材供应及价格波动风险：中药材价格快速上涨可能会导致公司生产成本上升影响利润水平。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3513	3514	3895	4403	4972
现金	1240	1998	2234	2616	3049
交易性投资	492	0	0	0	0
应收票据	293	304	326	353	384
应收款项	255	250	265	287	312
其它应收款	28	28	33	35	38
存货	599	534	564	601	635
其他	607	400	473	511	553
非流动资产	1108	1162	1105	1065	1031
长期股权投资	123	131	131	131	131
固定资产	558	528	502	480	460
无形资产商誉	236	252	227	204	184
其他	192	252	245	250	256
资产总计	4622	4677	4999	5468	6003
流动负债	1697	1542	1608	1726	1840
短期借款	58	57	60	70	80
应付账款	781	647	691	737	779
预收账款	131	124	114	122	129
其他	727	714	742	797	852
长期负债	108	108	107	115	120
长期借款	12	7	7	7	7
其他	96	101	100	108	113
负债合计	1806	1650	1715	1842	1960
股本	430	429	429	429	429
资本公积金	594	596	596	596	596
留存收益	1193	1365	1545	1803	2120
少数股东权益	600	637	715	798	898
归属于母公司所有者权益	2216	2390	2570	2828	3145
负债及权益合计	4622	4677	4999	5468	6003

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	733	443	353	419	467
净利润	388	395	408	441	524
折旧摊销	86	99	100	93	86
财务费用	2	2	(49)	(45)	(52)
投资收益	(21)	(17)	(49)	(54)	(59)
营运资金变动	282	(33)	(61)	(20)	(35)
其它	(4)	(3)	4	4	3
投资活动现金流	122	585	(0)	4	9
资本支出	(34)	(44)	(40)	(40)	(40)
其他投资	157	629	39	44	49
筹资活动现金流	(264)	(202)	(116)	(42)	(43)
借款变动	(17)	(91)	(18)	10	10
普通股增加	11	(1)	0	0	0
资本公积增加	8	3	0	0	0
股利分配	(251)	(150)	(150)	(99)	(107)
其他	(16)	38	52	48	54
现金净增加额	591	826	236	382	433

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4026	3798	4081	4415	4802
营业成本	2290	2047	2160	2303	2435
营业税金及附加	38	38	41	44	48
营业费用	912	904	959	1038	1128
管理费用	265	264	269	300	331
研发费用	114	149	270	300	336
财务费用	(3)	(45)	(49)	(45)	(52)
资产减值损失	(3)	(21)	(5)	(15)	(25)
公允价值变动收益	(1)	(2)	(1)	(2)	(3)
其他收益	16	25	30	34	38
投资收益	21	17	20	22	24
营业利润	444	462	474	514	609
营业外收入	3	1	2	3	4
营业外支出	1	3	3	4	5
利润总额	446	460	473	513	608
所得税	58	65	66	71	85
少数股东损益	85	75	77	84	99
归属于母公司净利润	304	320	330	358	424

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	10%	-6%	7%	8%	9%
营业利润	2%	4%	3%	8%	19%
归母净利润	1%	6%	3%	8%	19%
获利能力					
毛利率	43.1%	46.1%	47.1%	47.8%	49.3%
净利率	7.5%	8.4%	8.1%	8.1%	8.8%
ROE	13.9%	13.9%	13.3%	13.2%	14.2%
ROIC	13.3%	11.8%	11.3%	11.4%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	39.1%	35.3%	34.3%	33.7%	32.7%
净负债比率	2.0%	1.8%	1.3%	1.4%	1.4%
流动比率	2.1	2.3	2.4	2.6	2.7
速动比率	1.7	1.9	2.1	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	4.0	3.6	3.9	4.0	3.9
应收账款周转率	7.6	6.9	7.1	7.2	7.2
应付账款周转率	3.5	2.9	3.2	3.2	3.2
每股资料(元)					
EPS	0.72	0.76	0.78	0.84	1.00
每股经营净现金	1.73	1.05	0.83	0.99	1.10
每股净资产	5.23	5.64	6.06	6.67	7.42
每股股利	0.35	0.35	0.23	0.25	0.30
估值比率					
PE	13.9	13.2	12.8	11.8	10.0
PB	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.9	9.2	8.5	8.0	7.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。