

强烈推荐-A (维持)**千金药业** 600479.SH

目标估值: NA

当前股价: 19.54 元

2010 年 12 月 8 日

营销改革，凤凰涅槃**基础数据**

上证综指	2876
总股本(万股)	30482
已上市流通股(万股)	30482
总市值(亿元)	58
流通市值(亿元)	58
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	13.4
资产负债率	19.0%
主要股东	株洲市国有资产投资
主要股东持股比例	19.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	9	-8
相对表现	27	-7	6

**相关报告**

- 1、安徽基本药物草根调研报告：由点及面，从安徽招标看基本药物放量拐点 2010/9/7
- 2、基本药物终端用药数据第二期——基药制度实施前后基层用药结构分析 2010/10/11
- 3、千金药业（600479）—管理层变更带来新的发展思路，拐点型企业 2010/11/16

李珊珊

0755-83734347
 lishsh@cmschina.com.cn
 S1090210040001

研究助理：**徐列海**

0755-83271609
 xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊

0755-83271617
 liaoxh@cmschina.com.cn

千金药业新管理层变更带来的战略改变能否成功，资本市场分歧很大，我们经深入分析后坚定认为他们一定能成功！营销改革是火焰，助推千金药业凤凰涅槃，重新进入成长快车道，2011 年即是拐点年，重申“强烈推荐-A”投资评级。

- **管理层变更带来新的发展思路：**今年 4 月、8 月，千金的董事长、总经理相继更替，江端预接任董事长，王琼瑶接任总经理。王琼瑶是千金子公司湘江制药的董事长，一手组建了湘江药业强势的第三终端。
- **我们与资本市场不同的判断——营销改革能成功，改革的成功意味着公司重新进入成长快车道：**营销改革 3 个月，千金药业改省区渠道经理平级运作为省区经理负责制、从“线管理”变成“块管理”；提高销售人员业绩激励比例；渠道下沉、注重基层用药市场。我们认为，千金改革最困难的点已经度过，虽然目前业绩尚未体现，但只是时间的问题，营销改革的成功将逐步被资本市场认同。千金是一个优秀的公司，但由于渠道和品种的成熟，千金蛰伏数年，营销改革将为千金的营销渠道带来新的生力军——第三终端，营销改革的成功意味着千金将重新进入成长快车道。营销改革是火焰，助推千金药业凤凰涅槃。
- **妇科药龙头企业，产品梯队初步成型：**千金片和千金胶囊为支柱梯队，补血益母颗粒为二线产品梯队，椿乳凝胶、妇科断红饮胶囊为新产品梯队。
- **基本药物如果放量，对公司将是锦上添花：**我们判断，明年很可能是基本药物放量的拐点，详情请见《基本药物实证深度研究：由点及面，从安徽招标看基本药物放量拐点》，如果基本药物放量，千金药业将是其中弹性最大的品种，对公司而言，将是锦上添花。
- **拐点型企业，首次给予“强烈推荐”评级：**拐点型企业，盈利预测并不好做，我们保守测算，2010-2012 年，收入增速 6%、25%、30%，利润增速-7%、30%、33%，每股 EPS 分别为 0.40 元/0.52 元/0.70 元，对应 PE 为 49 倍/37 倍/28 倍，我们判断，2011 年是公司经营的拐点，我们强烈看好公司的营销改革，维持“强烈推荐-A”的投资评级。主要风险在于营销改革慢于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	801	904	959	1198	1558
同比增长	18%	13%	6%	25%	30%
营业利润(百万元)	143	155	148	193	258
同比增长	-28%	9%	-5%	31%	33%
净利润(百万元)	130	131	122	159	212
同比增长	-25%	1%	-7%	30%	33%
每股收益(元)	0.43	0.43	0.40	0.52	0.70
PE(倍)	45.9	45.5	48.8	37.4	28.1
PB(倍)	4.2	4.6	6.5	5.7	5.0

资料来源：招商证券研究（EPS 为摊薄后数据）

正文目录

一、营销改革助推公司二次飞跃	4
二、公司概况	7
三、经营情况分析	9
1、经营业绩近年来保持稳步增长，主要波动来自于投资收益和税率的变化	9
2、公司核心业务突出，毛利率逐年上升	11
3、销售费用率上升较快，管理费用率基本稳定	13
四、妇科炎症用药	13
1、妇科炎症用药是公司的核心产品	13
2、国内妇科炎症用药市场的规模及特点	15
五、公司是妇科炎症口服中药市场的行业龙头	17
六、一线产品是支柱，二线产品增长迅猛	19
七、子公司湘江药业是亮点	24
附：财务预测表	28

图表目录

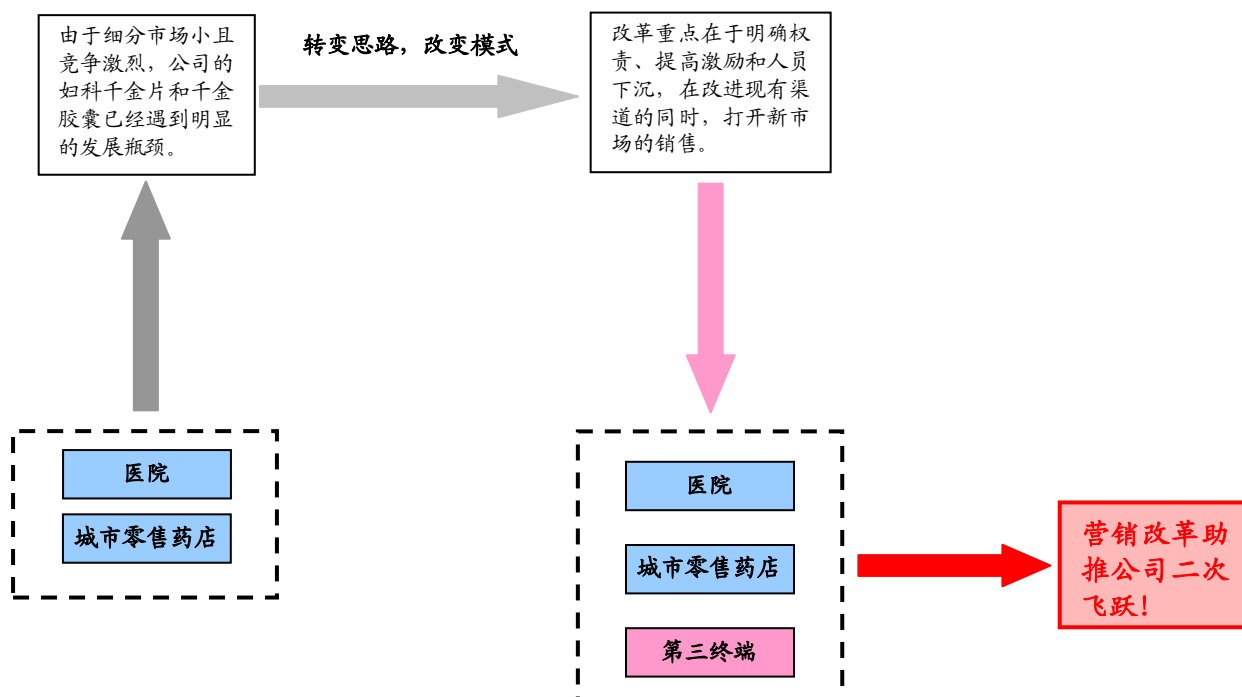
图 1: 公司营销改革抓住重点.....	5
图 2: 人均筹资和支出额明显增长 (单位: 元)	5
图 3: 筹资总额和支出明显增长 (单位: 亿元)	5
图 4: 新农合的覆盖率达到 94%	6
图 5: 乡镇卫生院的诊疗人次明显上升 (单位: 亿人)	6
图 6: 公司股权结构及子公司概况.....	9
图 7: 2001~2009 年公司的营业收入和净利润.....	10
图 8: 投资收益的比重逐步下滑	10
图 9: 公司所得税率在 2004 年大幅下降后, 基本保持稳定.....	11
图 10: 扣除非经常扣益后, 公司业绩基本维持稳定快速增长.....	11
图 11: 2009 年公司收入构成.....	12
图 12: 2009 年公司毛利构成.....	12
图 13: 公司各主要业务占当年收入的比重	12
图 14: 公司各主要业务的毛利率	12
图 15: 核心业务占比提高带来公司毛利率逐年上升	12
图 16: 销售费用率上升较快	13
图 17: 管理费用率基本保持稳定	13
图 18: 妇科炎症是我国最主要的妇科疾病.....	15
图 19: 育龄妇女的妇科炎症发病率高达 70%.....	15
图 20: 农村妇女的妇科炎症发病率高于城市.....	15
图 21: 妇科用药金额各亚类情况 (七城市抽样数据)	16
图 22: 我国妇科炎症用药市场稳步增长.....	16
图 23: 零售终端是主要的销售渠道.....	17
图 24: 2008 年零售渠道各适应症细分市场.....	17
图 25: 外用药是妇科炎症用药的主要剂型	17
图 26: 中成药是妇科炎症用药的主要品种	17
图 27: 妇科千金片 (胶囊) 占公司中药收入比重.....	19
图 28: 妇科千金片 (胶囊) 占公司中药毛利比重.....	19
图 29: 公司产品梯队完整.....	20
图 30: 公司产品的 BCG 矩阵.....	24
图 31: 湘江药业发展迅速.....	25
图 32: 我国抗高血压药物的销售额.....	26
图 33: 2008 年我国各类抗高血压药的市场份额.....	26
图 34: 缙沙坦的市场份额上升很快.....	26
图 35: 缙沙坦市场竞争格局	26
图 36: 千金药业历史 PE Band.....	27
图 37: 千金药业历史 PB Band.....	27
表 1: 妇科炎症口服中成药的日费用对比.....	7
表 2: 公司发展历程.....	8
表 3: 公司产品简介.....	14
表 4: 我国 2009 年人口结构.....	15
表 5: 妇科炎症口服中成药的市场占有率 (八城市抽样数据)	18
表 6: 2008~2009 年妇科用药前十位品牌的市场集中度.....	18
表 7: 2008 年零售渠道妇科中成药 TOP10.....	19
表 8: 妇科千金片与千金胶囊的主要区别	21
表 9: 目前国内缙沙坦的生产企业数.....	26

一、营销改革助推公司二次飞跃

自今年 8 月管理层更换之后，公司的营销改革正式拉开序幕：

- **实行省区经理负责制。**以前公司在销售部划分省区，所有省区由销售部管理，在每个省区设医院经理、OTC 经理、第三终端经理和商务经理，即四条线共设四名经理，每个经理平级且互不干涉。改革后，每个省区只设一位省区经理和两位副经理（也称为医院经理和商务经理），医院经理只负责医院招投标、产品价格和学术推广，商务经理只对内，负责回款和发货。两名副经理均不负责产品销售，只由省区经理负责销售和终端促销，即“省区经理负责制”。从“线管理”变成“块管理”之后，公司 20 多个省区的经理由过去的 100 多个减少到现在的 78 个，权责更为清晰。
- **强调“业绩”，提高激励。**过去销售人员的考核以“过程”为主，如设定去医院或药店的拜访次数，销售业绩仍占员工奖金的 10~20%，因此销售人员的积极性不高，维护不到位，公司产品的大部分销量属于自然销售。现在开始强调“业绩”，员工奖金的大部分与销售额挂钩，充分调动员工的积极性。
- **注重基层市场，转变营销模式。**过去公司强调“千金”的品牌效应，产品销往医院和城市较大的零售药店，虽然千金胶囊在医院取得了成功，复合年增长率在 60% 左右，2009 年就实现收入 1.62 亿元，但我们认为，这主要是因为公司医院和城市零售渠道已经成熟，千金胶囊又有疗效好、服用方便的特点，因此能在原来的低基数上快速成长。从今年千金胶囊的销售情况来看，增速下降到 20% 左右，增长明显放缓，已经遇到瓶颈。而公司的老产品妇科千金片，因市场竞争日趋激烈，最近几年的增长明显趋缓，今年的销售甚至出现下滑。具备丰富基层营销经验的王琼瑶总经理自上任伊始，就确定了第三终端将是未来公司的重点市场之一，从过去“品牌拉动销量”的思路转变为“销量拉动品牌”：一是部分现有人员下沉，去建设和维护基层用药市场；二是调整组织结构，在现有 900 多名销售人员的基础上，组建新的基层销售队伍。

图 1: 公司营销改革抓住重点



资料来源：招商证券研发中心

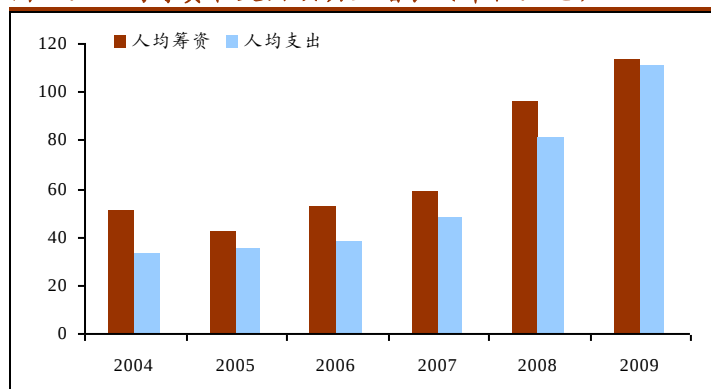
注：第三终端包括乡镇卫生院、社区服务中心、单体药店和单体诊所、村卫生室和卫生站。主要位于城郊结合部、农村和城市小区内。

目前，资本市场对千金药业新的管理层能否成功实现新的发展战略存有分歧，我们经过详细分析，大胆并且坚定地给出我们的判断——目前的营销改革能成功：

(1) 新农合释放农村医疗需求

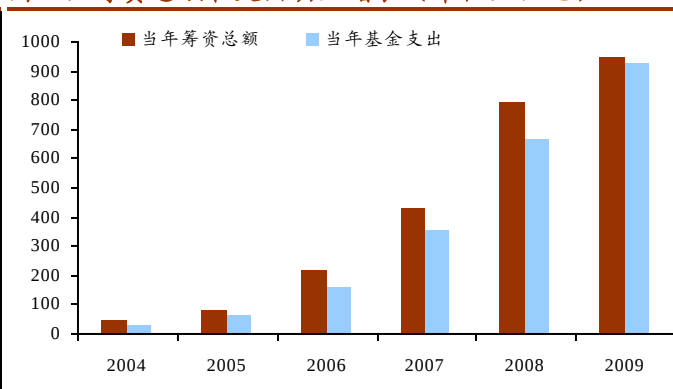
新农合主要面对农民，由卫生部统筹，各地标准也略有差异，2009 年参合人数达到 8.33 亿人，覆盖率达 94.2%。资金来自个人自筹和政府补贴，政府补贴比例高，大约为 80%，2009 年人均筹资额约为 110 元/年，2010 年有望超过 150 元/年。筹资水平的大幅增长以及覆盖面的明显提升，释放了农村居民压抑已久的医疗需求，同时国家加强乡镇卫生院等基层医疗机构的建设，对农村地区的就医促进非常明显。

图 2: 人均筹资和支出额明显增长 (单位: 元)

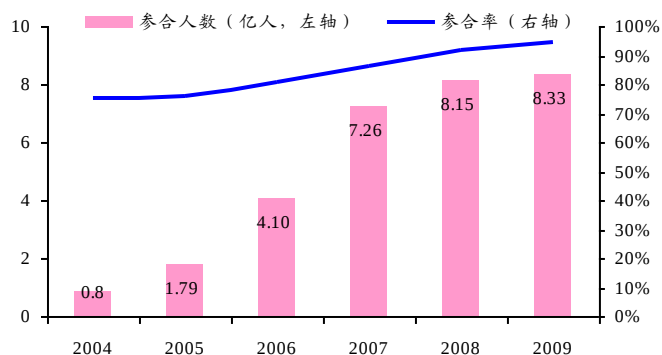


资料来源：卫生部，招商证券研发中心

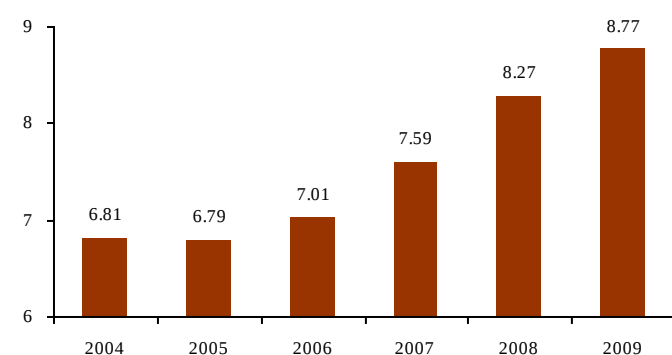
图 3: 筹资总额和支出明显增长 (单位: 亿元)



资料来源：卫生部，招商证券研发中心

图 4: 新农合的覆盖率达到 94%


资料来源：卫生部，招商证券研发中心

图 5: 乡镇卫生院的诊疗人次明显上升（单位：亿人）


资料来源：卫生部，招商证券研发中心

（2）基本药物的落实即将到来

从 2009 年下半年开始，市场对基本药物有过充分的想象和期望，可惜始终没有放量，业绩没有体现，核心原因是基本药物在地方的执行力度非常弱，无法实现监督，乡镇卫生院是不是只销售基本药物，没法监管。但经过长时间的草根调研，我们判断，基本药物将在全国开始陆续实施，明年很可能是拐点，基本药物无法落地的尴尬境地明年将可能逐步改变。具体内容请参见我们在今年 9 月和 10 月发布的基本药物调研报告：《由点及面，从安徽招投标看基本药物放量拐点》和《基药制度实施前后基层用药结构分析》。

国务院总理温家宝 12 月 6 日主持召开国务院常务会议，研究部署建立健全基层医疗卫生机构补偿机制的政策措施。会议指出超过 50% 的基层医疗卫生机构实施了基本药物制度，实行药品零差率销售，但基层医疗卫生机构出现了较大收支缺口。因此，必须同步落实补偿政策，建立稳定的补偿渠道和补偿方式，保证基层医疗卫生机构平稳运行和发展，调动基层医疗卫生机构和医务人员积极性，确保基本药物制度顺利实施。我们认为，困扰基药制度的补偿机制有望解决，基层医疗机构实行基本药物政策的补偿机制有望真正落实，基药制度进入收获季节。

公司此次面对第三终端的主打产品——妇科千金片（144 片包装），是入选 2009 年基药目录中妇科用药清热剂类的唯一药品，可以说如果基药放量，千金将是妇科炎症中成药企业中受益最大的公司。

（3）公司具备在第三终端成功的全部条件

我们认为，第三终端致胜有三大法宝：经营模式、销售队伍和适合的产品。

- 有成熟的经营模式可以借鉴。控股子公司湘江药业在基层销售上已经积累丰富的经验，销售收入增长迅速且成本控制出色。此次千金改革的主导者王琼瑶总经理正是以前湘江药业的一把手，基层营销经验相当丰富。公司此次将营销中心从长沙迁回株洲，王总亲自去销售门进行指导，培训员工，并从湘江药业上调两名省区经理和数名地区经理进行协助，12 月 25 日之前将完成全部营销改革计划。湘江成熟的基层营销模式是千金目前改革最好的学习榜样，再加上公司现有产品明显优于湘江的普药，我们认为，公司完全可以复制湘江在基层市场的成功。

- 激励机制激发员工活力。此次改革强调销售业绩与员工奖金的挂钩，彻底改变了过去员工销售积极性不高、产品销售放任自然的情况。据我们了解，公司 70% 以上的员工支持此次改革。
- 妇科千金片天然适合于第三终端。农村女性妇科炎症的发病率高于城市，且用药率低，市场拓展的空间很大。妇科千金片品牌效应强，疗效显著，而且日服用费用最低，非常适合第三终端的推广。

表 1：妇科炎症口服中成药的日费用对比

药品	是否独家	生产厂家	规格	剂量	中标价（元）	日费用（元）
妇科千金片	是	株洲千金药业	0.32g × 144 片	一次 6 片，一日 3 次	23.9	2.98
花红片	是	广西花红药业	0.29g × 48 片	一次 4~5 片，一日 3 次	13.1	3.28
黄藤素片	否	广西万寿堂药业	0.1g × 24 片	一次 2~4 片，一日 3 次	14.5	3.63
妇乐颗粒	否	江苏康缘药业	6g × 12 袋	一次 2 袋，一日 2 次	11	3.67
抗宫炎片	否	江西天施康中药	0.3g × 144 片	一次 6 片，一日 3 次	29.52	3.69
金鸡胶囊	是	广西灵峰药业	0.35g × 48 粒	一次 4 粒，一日 3 次	15.36	3.84
妇炎康片	否	江门德鑫制药	0.25g × 144 片	一次 6 片，一日 3 次。	38.27	4.78
金刚藤胶囊	是	湖北福人药业	0.5g × 24 粒	一次 4 粒，一日 3 次	10.43	5.22
抗妇炎胶囊	是	贵州远程制药	0.35g × 36 粒	一次 4 粒，一日 3 次	29.16	9.72

资料来源：百度虫医药商务网，招商证券研发中心

可以看到，公司具备了第三终端成功的三大致胜条件。公司过去主要通过基层 OTC 药店覆盖农村市场，没有关注乡镇卫生院、村卫生所等其它基层医疗机构，再加上推广力度小、维护不到位，因此妇科千金片在第三终端的销售非常小。此次营销改革只要能执行到位，必能让老产品焕发出新活力。

如果说 2004 年 A 股上市公司发展的一个里程碑，那么此次营销改革将助推公司二次飞跃。

二、公司概况

株洲千金药业股份有限公司创建于 1966 年，目前注册资本 2.18 亿元，总股本 3.05 亿股。公司前身为株洲中成药加工厂。自建厂至八十年代初，始终处于亏损状态，曾被株洲市人民政府列为关停并转的对象。1984 年，企业调整领导班子，开始走出困境，步入健康发展的轨道。特别是 1993 年改制后，公司持续快速发展，1998 年进入全国中成药工业重点企业 50 强，近几年，经济效益综合指标在湖南省同行业中名列前茅。公司拥有较强的技术和科研力量，2001 年 8 月 8 日湖南省科学技术厅认定本公司为高新技术企业。2009 年公司总资产 12.7 亿元，实现营业收入 9 亿元，归属于上市公司股东的净利润达到 1.3 亿元。公司先后荣获“全国中药系统先进集体”、“全国医药优秀企业”、“湖南省优秀企业”、“湖南省双文明标兵单位”等荣誉称号。

表 2: 公司发展历程

时间	事件
1966 年初	株洲市医药公司开始筹建“中成药加工厂”（公司前身），生产出湘曲、六一散、止咳枇杷露等产品。
1975 年初	更名为“株洲市中药制药厂”。并迁入现在的地址。
1979 年	公司主打产品“妇科千金片”研制成功。
1984 年 4 月	上级主管部门对工厂领导班子进行调整，朱飞锦任厂长，企业逐步走出经营困境。
1993 年 6 月	经湖南省体改委批准，中药厂在全省医药行业率先将企业改组为股份有限公司。
1995 年	1995 年，在市拉链厂原址成立了贸易分公司（即千金医药的前身），贸易分公司创建之初主要任务是协助总公司市场部收回公司老账款。
1998 年	投资 816 万元并购了株洲湘江制药厂，在甘肃陇西注册成立药材分公司。
1999 年	公司开始着手 GMP 达标验收的工作，12 月份顺利地通过省药品监督管理局组织的 GMP 达标验收，成为湖南省首批 GMP 认证企业。
2000 年	补血益母颗粒上市销售。
2002 年	国家中药四类新药妇科千金胶囊获新药证书。同年，主导产品独家国家保护品种“妇科千金片”获得了第二个 7 年的保护期，保护期限自 2002 年 3 月至 2009 年 3 月。
2004 年 3 月 12 日	公司 1800 万 A 股在上海证券交易所挂牌交易。
2005 年 12 月 26 日	公司完成股权分置改革。
2006 年 3 月 30 日	公司拳头产品“妇科千金片”被科技部和国家保密局联合确定为国家秘密技术，从而获得 5 年类似于专利的保护。
2008 年	“妇科千金胶囊”纳入秘密级国家秘密技术保护范围。
2010 年	新任董事长江瑞预（4 月）和新任总经理王琼瑶（8 月）上任，开始营销体系改革。

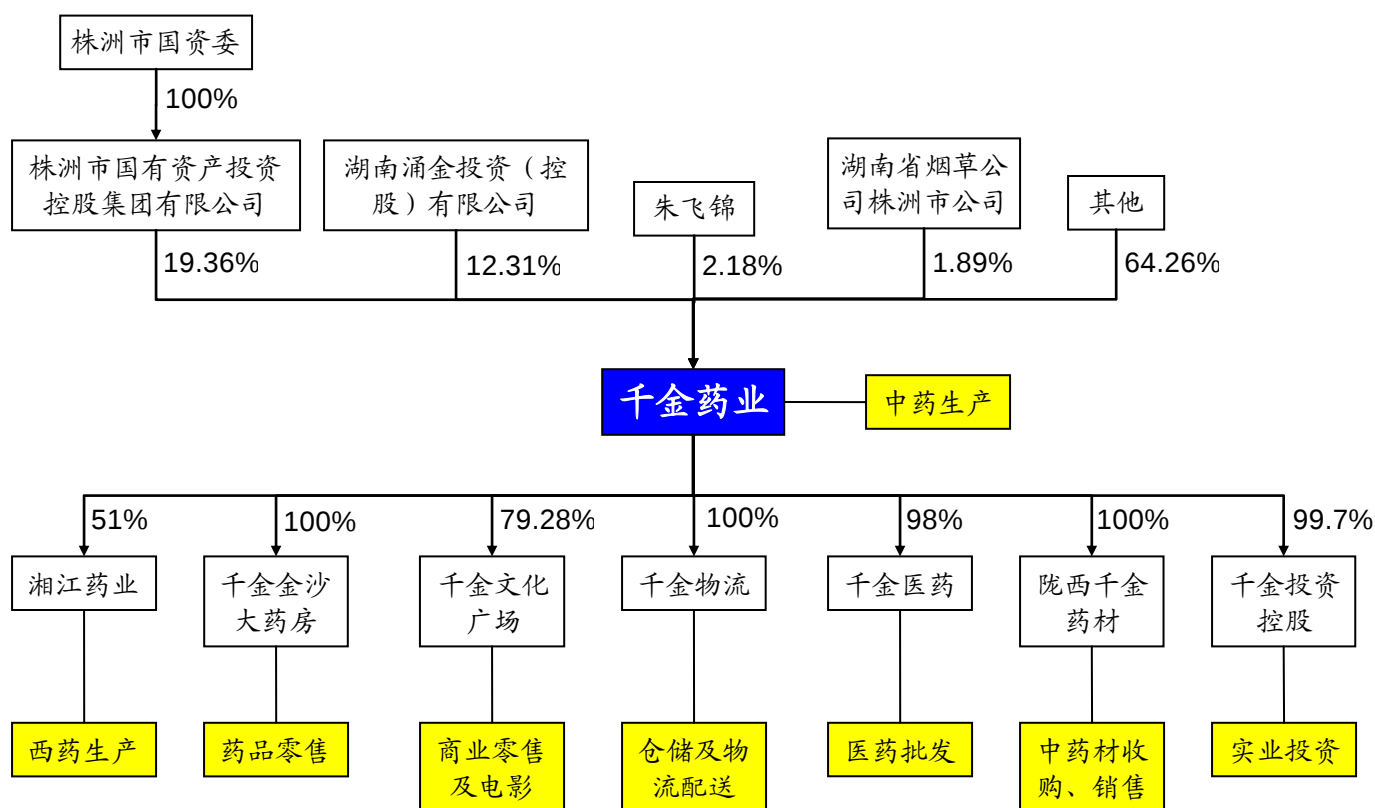
资料来源：公司网站，招商证券研究

株洲千金药业主要生产中成药，其中片剂、胶囊剂、颗粒剂、糖浆剂、酒剂等生产线获 GMP 认证。产品有妇科千金片（胶囊）、舒筋风湿酒、补血益母颗粒、好神采口服液、千金宁糖浆、养阴清肺糖浆等，主要产品妇科千金片（胶囊）是国家基本药物、国家中药保护品种和《国家基本医疗保险药品目录》中的甲类药品，该产品畅销全国绝大部分省市。株洲千金药业除母公司外，还拥有 7 家子公司，业务范围涵盖包括中西药生产、药品零售、医药批发和物流在内的所有制药产业链环节，形成了科工贸一体的企业集团。

公司的实际控制人为株洲市国资委，间接持有千金药业 19.36% 的股份。公司第二大股东涌金投资在今年 11 月 11 日和 12 日以大宗交易方式减持公司股票 1520 万股，以集中竞价交易方式减持公司股票 8 万股，占公司总股本的 5.013%。本次减持后，涌金投资仍持有公司股份 3750.798 万股，占本公司总股本的 12.305%，仍为公司第二大股东。

我们认为，由于之前公司管理层的调整已经结束，此次涌金投资减持不会给公司的日常经营和管理带来负面影响。今年 4 月公司的创始人和董事长朱飞锦因年龄原因退休，代表株洲国资背景的江端预接任董事长；8 月副董事长兼总经理乔志城正式辞职，公司董事会选定原子公司湘江药业的董事长王琼瑶为总经理，并主导千金药业目前的营销体系改革。再加上此次的涌金投资减持和公司今年被列入株洲市“5115 工程”，可以看到株洲市国资委对公司的掌控力度更大，对公司发展寄予厚望。我们认为，这有利于公司未来战略目标的确立和执行，政府也会对公司给予更多的政策扶持，公司发展将提速。

图 6：公司股权结构及子公司概况



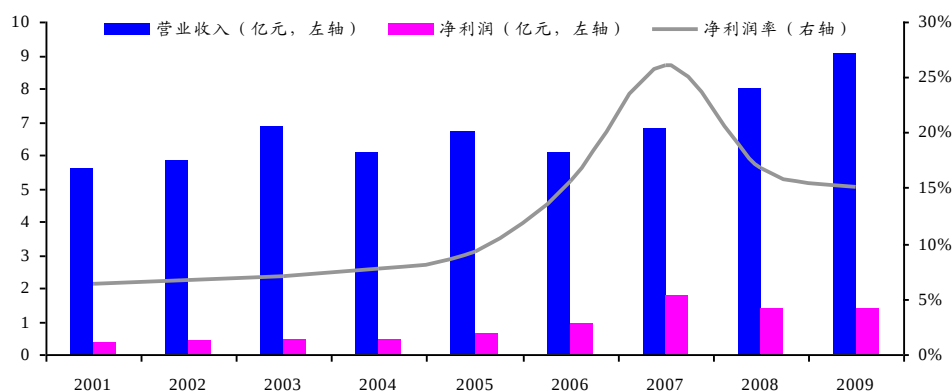
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

三、经营情况分析

1、经营业绩近年来保持稳步增长，主要波动来自于投资收益和税率的变化

公司 2009 年实现营业收入 9.04 亿元，净利润 1.37 亿元，同比分别增长 12.8% 和 1.8%。自 2004 年上市以来，公司收入增长平稳，2004~2009 年 CAGR 为 8.4%；净利润保持高速增长，2004~2009 年 CAGR 高达 24.1%。2009 年受母公司千金片和千金胶囊销售增速下降的影响，相对 2008 年 17.9% 的增长略有下滑；净利润增长与收入增长不匹配的主要原因在于 2007 年和 2008 年公司投资收益规模较大，以及公司所得税率的变动。

图 7：2001~2009 年公司的营业收入和净利润

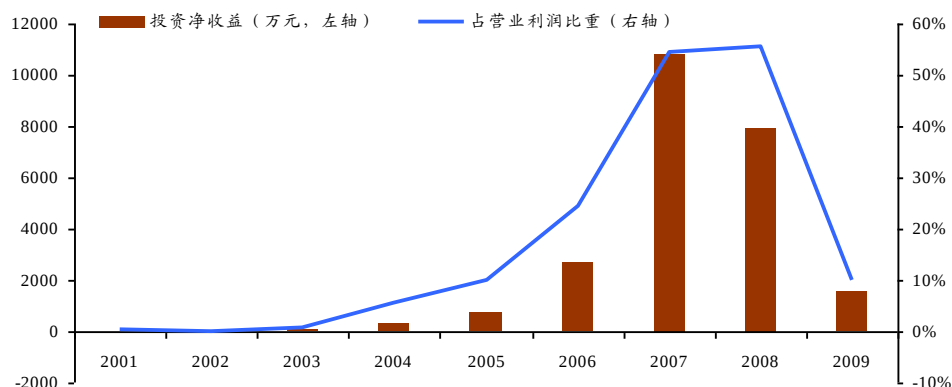


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

➤ 投资收益

公司在 2007 年和 2008 年的投资收益规模较大，占当年营业利润的 55% 左右：2007 年公司通过新股申购和购买封闭式基金获得投资收益 1 亿元，2008 年上半年仅通过出售交通银行股票就获利约 3500 万元。

图 8：投资收益的比重逐步下滑



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

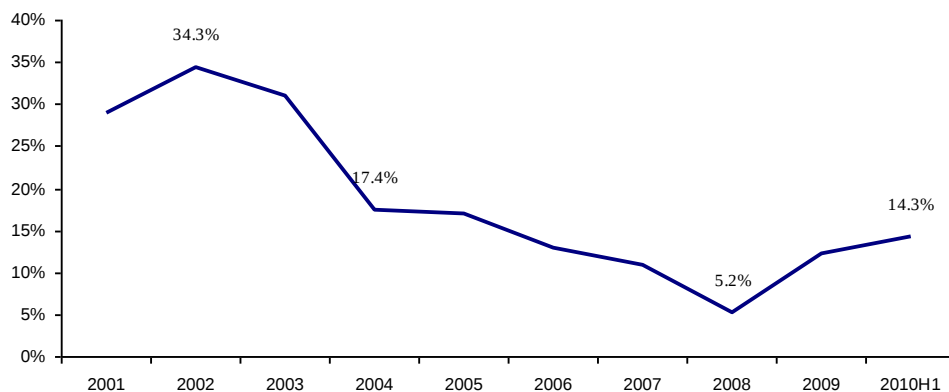
公司的投资收益波动较大，近年来对利润的影响逐步减小。我们认为，公司在资本市场上的投资不会对公司日常经营产生负面影响，主要原因在于公司的投资品种仅限于安全性很高的债券和货币市场基金，以及通过新股申购或增发等途径购买股票，风险很低。

➤ 所得税率

2004 年的所得税比 2003 年减少 54.91%，主要原因为 2004 年度应纳税所得额减少。同时母公司和子公司均享受到了地方性的税负减免。

2008 年所得税率仅为 5.2% 的原因有两点：一是转回递延所得税负债冲减了递延所得税费用；二是 2008 年开始执行新的企业所得税法，子公司税率由 33% 变为 25%。当年非经常性损益中，所得税影响额达到 1041.2 万元。

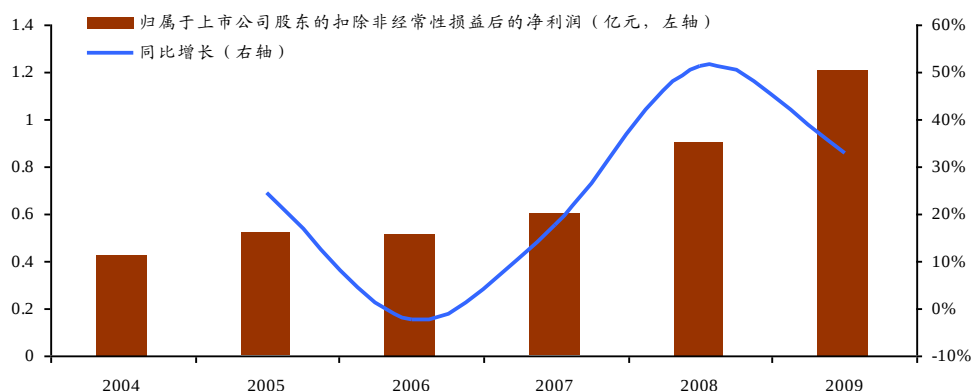
图 9: 公司所得税率在 2004 年大幅下降后, 基本保持稳定



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

扣除非经常性损益后, 公司业绩基本维持稳定快速增长, 2004~2009 年归属于上市公司股东的净利润的 CAGR 达到 23.4%。

图 10: 扣除非经常扣益后, 公司业绩基本维持稳定快速增长

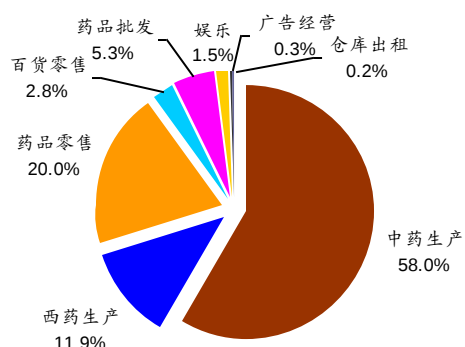


资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

2、公司核心业务突出, 毛利率逐年上升

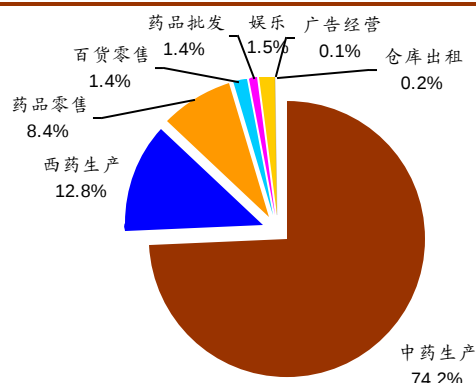
从收入和毛利的占比情况来看, 中药生产和西药生产是公司的两大核心业务, 2009 年合计占公司收入的 70%和毛利的 87%。中药以妇科用药为主, 由母公司生产, 主导产品为妇科千金片和千金胶囊; 西药由子公司湘江药业生产和销售, 主要产品为罗红霉素、依拉普利、利巴韦林等普药, 以及潜在的重磅品种拉米夫定。

图 11: 2009 年公司收入构成



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

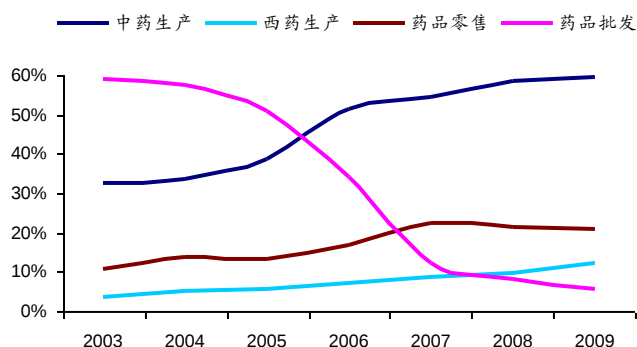
图 12: 2009 年公司毛利构成



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

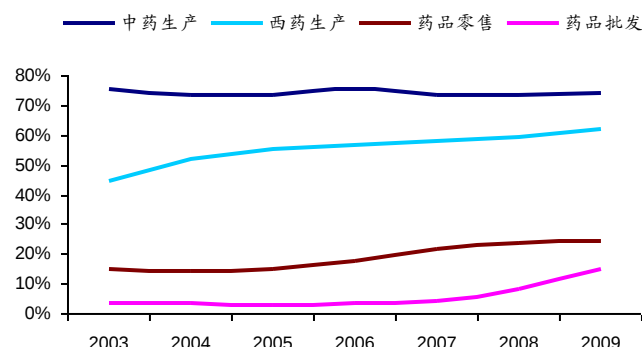
自上市以来, 公司就不断压缩低毛利率的药品批发业务, 该项业务的收入从 2003 年的 4 亿元下降到 2009 年的 4900 万元, 无论是绝对值还是相对占比均大幅下滑。

图 13: 公司各主要业务占当年收入的比重



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

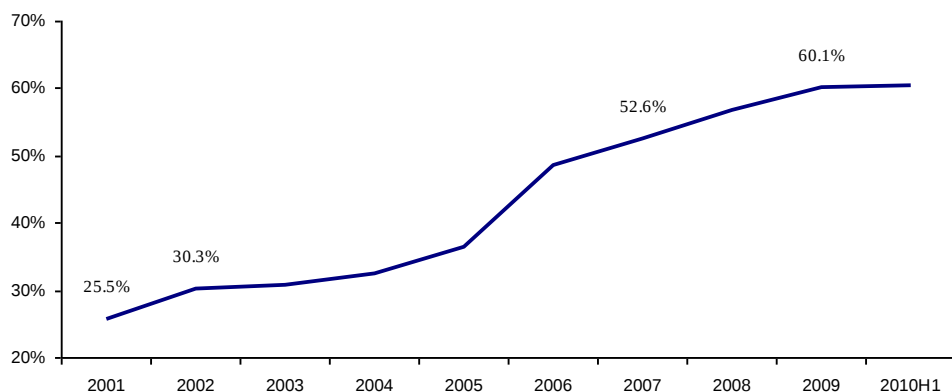
图 14: 公司各主要业务的毛利率



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

公司的两大核心业务——中、西药生产, 毛利率分别在 73% 和 60% 左右, 且西药生产的毛利率还有逐年提高的趋势。两大核心业务在公司收入中的占比逐年增大, 带来公司整体毛利率水平明显上升: 从 2003 年的 30% 到 2009 年的 60%, 6 年间提高一倍。

图 15: 核心业务占比提高带来公司毛利率逐年上升

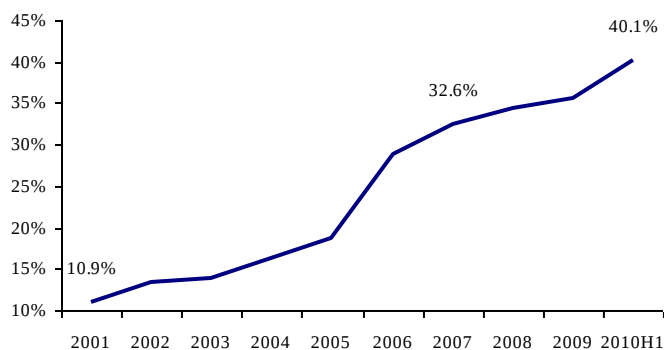


资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

3、销售费用率上升较快，管理费用率基本稳定

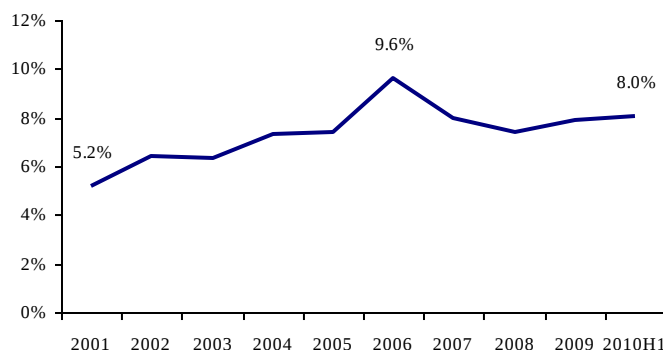
从 2001 年到 2010 年上半年，公司的管理费用率基本稳定，仅从 5.2% 上升到 8%；但由于公司加大促销力度，增加广告费用投入和加强销售队伍建设，销售费用率明显上升。此次营销改革的重点在于打开第三终端市场，前期营销投入较大，公司面临销售费用上升过快的风险。

图 16：销售费用率上升较快



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 17：管理费用率基本保持稳定



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

四、妇科炎症用药

1、妇科炎症用药是公司的核心产品

据 SFDA 南方医药经济研究所广州标点医药信息有限公司“全国中成药医院用药分析系统”，妇科用药主要分为以下几个亚类：妇科炎症用药、妇科调经药、乳腺增生药、妇科安胎药、妇女更年期用药和妇科其它用药。其中，其它用药主要包括妇科止血药以及产后调养药等。

公司目前共有中药生产批文 49 个，其中妇科中成药，特别是妇科炎症类用药，是公司收入和利润的最主要来源，其中核心产品妇科千金片（胶囊）入选国家基本药物目录，是国家中药保护品种和《国家医保目录》中的甲类产品，2009 年销售收入合计达到 4.94 亿元。公司已经成为妇科中成药第一品牌（参见下文的表：十大品牌）。

此外，公司独家产品补血益母颗粒、补血益母丸顺利进入国家医保目录，八珍益母片、妇科调经片、千金止带丸也新增入了目录。包括妇科千金片、妇科千金胶囊等品种在内，公司共有 19 个品种进入国家医保目录。

在主治慢性宫颈炎的椿乳凝胶和主治子宫出血的妇科断红饮胶囊于 2009 年获得新药证书和生产批件后，公司产品线已经覆盖除安胎药之外所有的妇科用药亚领域。

表 3: 公司产品简介

用药领域	公司产品	功能主治	2009 年销售收入 (亿元)	占公司 中药收入比重	产品荣誉
妇 科	妇 科 炎 症类	慢性盆腔炎、子宫内膜炎、慢性宫颈炎	3.32	61.6%	独家品种 国家保密品种 《国家医保目录》甲类品种 国家基本药物 国家中药保护品种
	妇科千金胶囊	慢性盆腔炎、子宫内膜炎、慢性宫颈炎	1.62	30%	独家品种 国家保密品种 《国家医保目录》甲类品种 国家基本药物 国家中药保护品种
	椿乳凝胶	慢性宫颈炎			
	千金宁洗液	外阴炎			
	菊蝶洁坤泡腾片（临床阶段）	阴道炎			
	妇 科 调 经类	用于月经不调，经期腹痛。			
	妇科调经片、八珍益母片、痛经宁糖浆、痛经宁胶囊、康媛颗粒、千金止带丸				
	乳 腺 病 类	用于肝气郁结，气滞血瘀所致的乳腺增生，乳房胀痛			
	更 年 期 用 药	适用于更年期障碍引起的月经不调，头昏，心悸，失眠等			
	更年舒片、加味道遥丸、千金葆雌胶囊（保健食品）				
妇 科 其 它类	补血益母颗粒	女性手术后腹部综合调理	0.22	4.1%	独家品种 国家专利保护产品 《国家医保目录》乙类品种 省级《医保目录》品种
	妇科断红饮胶囊	功能失调性子宫出血			
	乳泉颗粒	催乳类，用于产后乳少乳汁不畅			
	非 妇 科				
	咳嗽类	用于咽喉干燥疼痛，干咳、少痰或无痰			
非 妇 科	不寐类	用于心悸、失眠、食欲不振等			
	好神采灵芝糖浆				
	风湿类	舒筋风湿酒			
		风湿关节痛，跌打损伤，筋骨疼痛，腰肢酸痛等症			

资料来源：公司网站，公司公告，招商证券研发中心

2、国内妇科炎症用药市场的规模及特点

➤ 妇科炎症是最主要的妇科疾病

据 WHO 对世界妇女的调查显示：妇科疾病发生率已达 65%以上，而育龄妇女妇科疾病发病率已超过了 70%，全球每年生殖泌尿系统感染的发病数字已达 3.33 亿人次。在现实社会工作竞争、生活压力多方面的影响下，许多女性的卵巢早衰已提早了 5~10 年。

妇科炎症是我国最主要的妇科疾病，占比达到 56%。WHO 的调查显示，中国女性中有 46%左右患有不同程度的生殖道感染疾病，育龄期妇女患病率更是高达 70%；大约 75%的女性一生中至少会得一次阴道炎，约 40%主诉白带增多的非孕妇女，1/3 的孕妇阴道中有微生物存在；宫颈炎、盆腔炎则是育龄妇女的常见疾病。

农村地区由于经济发展相对落后，卫生条件和卫生习惯较差，据相关机构在全国 15 个省、直辖市的 50 个市（区）的流行病学调查结果表明，我国城市妇女的妇科炎症发病率约 41%，农村发病率超过 48%。

图 18：妇科炎症是我国最主要的妇科疾病

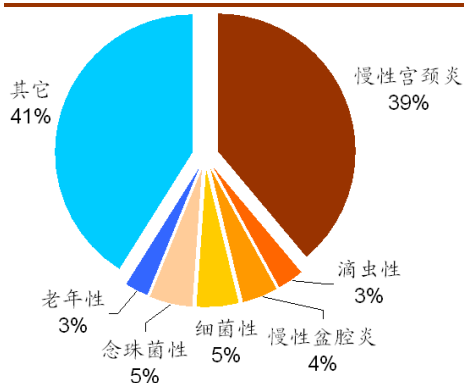


图 19：育龄妇女的妇科炎症发病率高达 70%

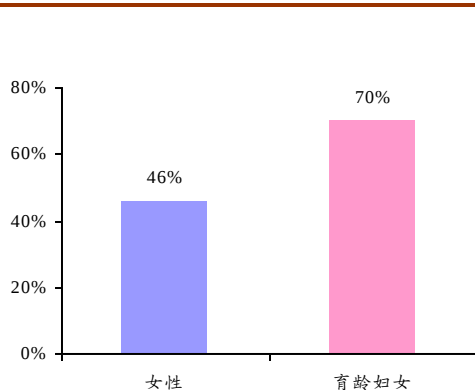
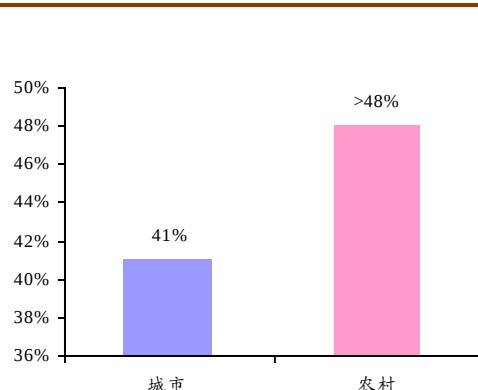


图 20：农村妇女的妇科炎症发病率高高于城市



资料来源：健康网，招商证券研发中心

资料来源：WHO，招商证券研发中心

资料来源：健康网，招商证券研发中心

➤ 妇科炎症用药市场增长迅速

我国目前女性人口 6.48 亿，其中妇科疾病患病率较高的 20~50 岁年龄段的女性超过 3 亿人。按照发病率来看，妇科疾病特别是妇科炎症的患者，应该超过 2 亿；再加上每年高达 1300~1400 万的产妇和 1300 万左右的流产女性，这为整个妇科用药市场带来了很大的想象空间。

表 4：我国 2009 年人口结构

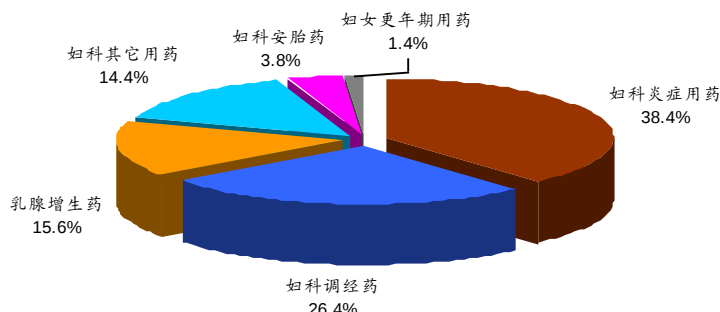
总人口	城镇人口比重	女性	20~50 岁女性人口	产妇	流产女性
13.35 亿	46.6%	6.48 亿	3.18 亿	每年 1300~1400 万	每年 1300 万

资料来源：卫生部，《中国日报》，招商证券研究

由于妇科炎症属于常见、多发病，其临床表现多种多样，病因复杂且常伴有多种严重并发症的特点，需经常性用药，因此市场需求较大。SFDA 南方所在广州、北京、重庆、

成都、南京、西安、哈尔滨等七个城市医院的抽样数据显示，妇科炎症用药金额占比达38.4%，远超其它妇科用药亚类品种。

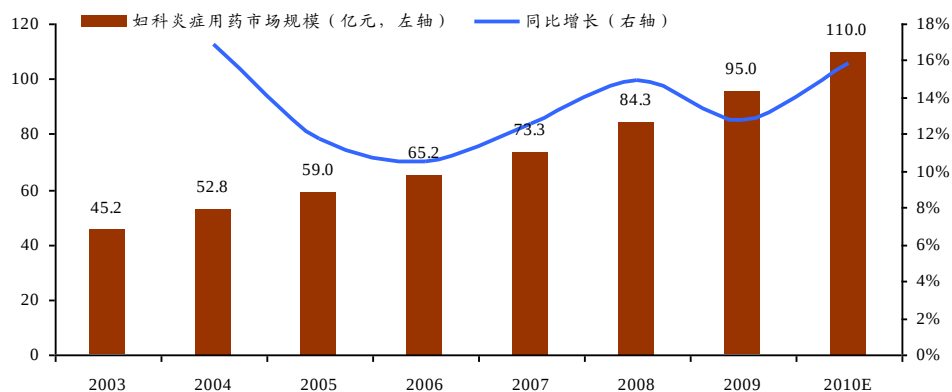
图 21：妇科用药金额各亚类情况（七城市抽样数据）



资料来源：SFDA 南方所，招商证券研发中心

随着社会经济和文化的发展，以及女性自我保健意识的增强，我国妇科炎症用药市场近年来增长很快，年用药金额以两位数的增速上升，今年有望突破 100 亿元。

图 22：我国妇科炎症用药市场稳步增长

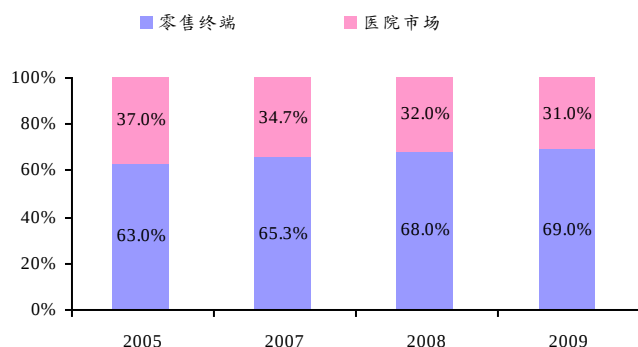


资料来源：健康网，SFDA 南方所，招商证券研发中心

➤ 妇科炎症用药以零售市场为主

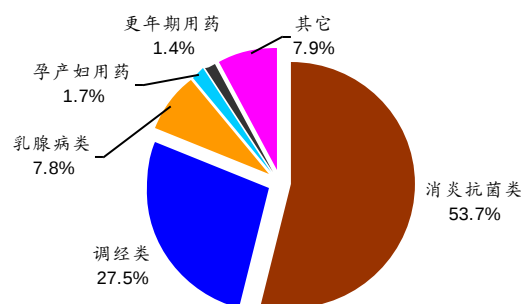
妇科疾病，特别是妇科炎症，“隐私性”较强，且受重视程度不够，有相当一部分女性患病之后或羞于就医，或担心延误工作而不愿去医院；再加上许多妇科炎症用药均为非处方药或双跨品种，因此很多人选择到药店购买药品，自我药疗。与众多药品医院用药占大头不同，妇科炎症用药在零售市场却大有作为。目前来看，零售终端的销售占整个妇科炎症市场的近七成，且近年来还在逐渐扩大。我们认为，由于妇科炎症的特殊性和女性健康知识的日益普及，零售终端仍将是主要的销售渠道；但是，随着新医改逐步执行到位，国家加大在基层医疗机构特别是乡镇卫生院和社区医院的投入，第三终端未来也将成为妇科用药的主要市场之一。

图 23: 零售终端是主要的销售渠道



资料来源：健康网，医药经济报，招商证券研发中心

图 24: 2008 年零售渠道各适应症细分市场

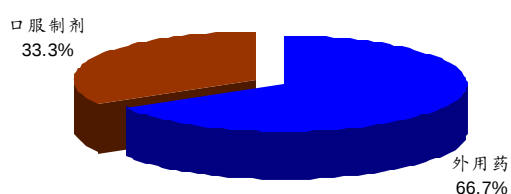


资料来源：慧聪网，招商证券研发中心

➤ 妇科炎症用药以外用药和中成药为主

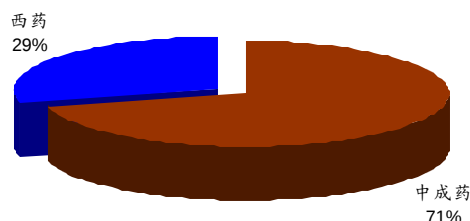
妇科炎症以慢性宫颈炎和阴道炎为主，是一种局部性病症。外用药特别是腔道给药可以直接作用于病灶，起效快，特别适用于不宜口服治疗的患者。因此，妇科炎症用药市场的一个显著特点就是即外用药（含洗液）的销售胜过口服制剂（参见表 6 和表 7）。

图 25: 外用药是妇科炎症用药的主要剂型



资料来源：医药经济报，招商证券研发中心

图 26: 中成药是妇科炎症用药的主要品种



资料来源：医药经济报，招商证券研发中心

妇科炎症是成年女性最常见的疾病之一，许多属慢性病范畴，且容易复发，反复感染，用药时间长。尤其在气温回暖高升之时，发病率也随之上升。而中成药由于副作用小，疗效确切，适于长期用药，所以在目前妇科炎症用药市场占据主导地位。

五、公司是妇科炎症口服中药市场的行业龙头

妇科炎症口服中成药以片剂、胶囊的销售最好，两种剂型合计约占总体市场九成。丸剂、颗粒剂、溶液剂在服用、携带便利方面不及片剂和胶囊，在生活节奏较快的大城市，如广州，丸剂、颗粒剂、溶液剂 3 种剂型市场占比合计未超过总体市场的 3%。由此可见，服用及携带便利是妇科炎症口服中成药里取胜的优势之一。若药品服用间隔延长，服用次数减少，相信会得到更多现代女性青睐。

公司的拳头产品妇科千金片 2009 年的销售收入达到 3.32 亿元，质量更优、服用更便利的千金胶囊达到 1.62 亿元，同比增长接近 50%。可见，公司产品符合妇科炎症口服中成药市场的总体趋势，片剂和胶囊更易于销售。

SFDA 南方所广州标点信息有限公司在北京、长沙、成都、广州、上海、沈阳、无锡、石家庄等 8 城市的采样数据显示，**妇科千金片（胶囊）**在国内妇科炎症口服中成药市场中占据第一，已成为第一品牌。

表 5：妇科炎症口服中成药的市场占有率（八城市抽样数据）

排名	2008 年	市场占有率	2009 年	市场占有率
1	妇科千金片	17.0%	妇科千金片	16.0%
2	妇炎康片	15.7%	妇炎康片	15.2%
3	花红片	11.9%	花红片	10.6%
4	妇科千金胶囊	6.9%	妇科千金胶囊	10.1%
5	抗宫炎片	6.7%	抗宫炎片	6.6%
6	抗妇炎胶囊	4.6%	抗妇炎胶囊	4.1%
7	金鸡胶囊	3.4%	金鸡胶囊	3.4%
8	黄藤素片	2.8%	黄藤素片	3.0%
9	金刚藤胶囊	2.7%	妇乐颗粒	2.2%
10	妇乐颗粒	2.3%	金刚藤胶囊	2.1%
合 计		74.2%	73.2%	

资料来源：SFDA 南方所，招商证券研发中心

从 2008 年和 2009 年的抽样数据来看，妇科炎症口服中成药市场品牌效应较强，前十名炎症用药合计占据了 70% 以上的市场，且排名基本没有变化。除妇炎康片、抗宫炎片、黄藤素片和妇乐颗粒外，其余均为独家品种，“老字号”中成药的形象已深入人心。**我们认为，今后这一现象不会改变，妇科千金片（胶囊）仍将维持很好的品牌知名度和较高的市场占有率。**即使考虑所有的妇科用药亚类和剂型，妇科千金片和千金胶囊的品牌效应也很明显，分别位于 2008~2009 年品牌市场集中度的第四和第五名。

表 6：2008~2009 年妇科用药前十位品牌的市场集中度

排名	商品名	生产厂家	份额
1	洁尔阴洗液	四川成都恩威制药有限公司	21.8%
2	妇炎洁洗液	江西仁和制药有限公司	10.0%
3	达克宁阴道软胶囊	陕西西安杨森制药有限公司	9.1%
4	妇科千金片	湖南株洲千金药业股份有限公司	6.0%
5	妇科千金胶囊	湖南株洲千金药业股份有限公司	4.9%
6	达克宁栓	陕西西安杨森制药有限公司	3.8%
7	太太静心口服液	广东深圳太太药业股份有限公司	3.6%
8	妇炎康片	广东江门德鑫制药有限公司	2.7%
9	同仁乌鸡白凤丸	北京同仁堂股份有限公司	2.4%
10	修正消糜栓	吉林修正药业集团	2.2%
合 计			66.5%

资料来源：SFDA 南方所，招商证券研发中心

从整个妇科中成药零售终端的角度来看,我国妇科中成药的零售市场品牌集中度低,市场较为分散, TOP10 产品合计份额约 28%。排名第一位的洁尔阴洗液 2008 年零售总额 3.65 亿元, 占比仅为 5.5%。目前零售市场中共有超过 1500 个品牌, 零售额超过 1 个亿的单品有 9 个, 零售额在千万以上的有 123 个之多, 竞争非常激烈。公司生产的妇科千金片和千金胶囊物美价廉, 品牌优势明显, 位居妇科炎症口服中成药零售市场第一位。

表 7: 2008 年零售渠道妇科中成药 TOP10

排名	品名	用药领域	生产企业	剂型
1	洁尔阴洗液	妇科炎症用药	成都恩威药业	外用洗液
2	乌鸡白凤丸	妇科调经药	江西仁和制药	口服丸剂
3	乌鸡白凤丸	妇科调经药	北京同仁堂集团	口服丸剂
4	妇炎洁洗液	妇科炎症用药	江西康美医药保健品有限公司	外用洗液
5	妇科千金片	妇科炎症用药	湖南株洲千金药业	口服片剂
6	妇科千金胶囊	妇科炎症用药	湖南株洲千金药业	口服胶囊
7	妇炎康片	妇科炎症用药	湖南湘泉制药	口服片剂
8	桂枝茯苓胶囊	妇科调经药	江苏连云港康缘制药	口服胶囊
9	花红片	妇科炎症用药	广西花红药业	口服片剂
10	保妇康栓	妇科炎症用药	海南碧凯药业	外用栓剂

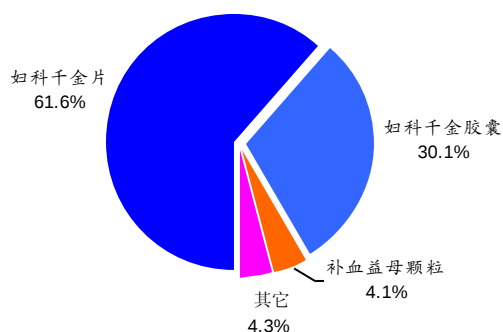
资料来源: 慧聪网, 招商证券研发中心

六、一线产品是支柱, 二线产品增长迅猛

千金药业是目前国内唯一专注于妇科用药的 A 股上市公司, 也是妇科炎症中成药市场的领先者。2009 年, 公司妇科用药的销售额达到 5.3 亿元, 占同期营业收入的 98% 以上。

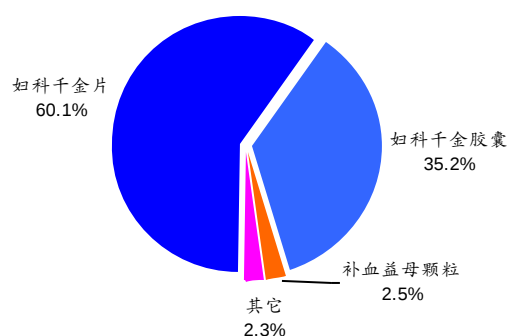
公司目前拥有 49 个中药生产批件, 妇科千金片(胶囊)是国内最畅销的妇科炎症口服中成药, 2009 年销售收入接近 5 亿元。随着主治慢性宫颈炎的椿乳凝胶和主治子宫出血的妇科断红饮胶囊上市, 公司产品线已经覆盖除安胎药之外所有的妇科用药亚领域。目前公司产品梯队初步成型, 包含了千金片和千金胶囊的一线产品梯队, 以补血益母颗粒为主的二线产品梯队, 以及以椿乳凝胶、妇科断红饮胶囊为代表的新产品梯队。

图 27: 妇科千金片(胶囊)占公司中药收入比重

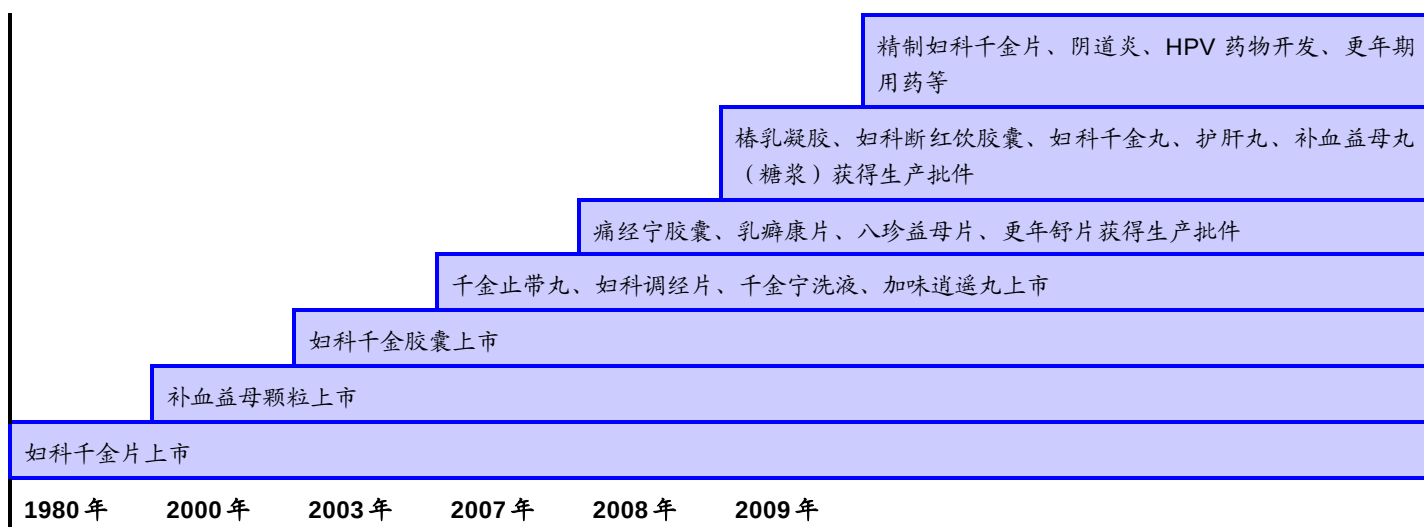


资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 28: 妇科千金片(胶囊)占公司中药毛利比重



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 29：公司产品梯队完整


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

公司于 2008 年年初在株洲河西国家高新区投资 1.8 亿元新建基地，目前已经完工，开始投产，预计每年新增折旧 1000~2000 万元。妇科千金片的产能由目前的 35 亿片提高到 50 亿片，千金胶囊由 2 亿粒提高到 5 亿粒，完全能满足未来五年内公司销售的需要。

➤ 妇科千金片

公司的妇科千金片是独家品种，也是妇科炎症中成药中唯一被列入 2009 年国家基本药物目录和医保甲类的品种。

千金片在广西传统药方“金鸡冲服剂”的基本上研发而来，公司调整了原药的配方，并添加当归、党参等补血补气药。公司的妇科千金片在对抗炎症、调节女性机体方面的效果远好于“金鸡冲服剂”，服用者几乎没有任何不良反应。

妇科千金片在 1995 年纳入国家中成药保护品种，2002 年又获得了第二个 7 年保护期。2009 年 3 月到期后，按照国家《中药品种保护条例》的有关规定，第二期保护期届满后的中药品种将不可再申请延期保护，企业的独家生产权将被取消。因此，公司千金片不再享受国家中成药保护。但在 2006 年，千金片获得了“国家秘密技术保护”，从而又得到了 5 年的市场独占期。据悉，5 年期满后公司还可以继续申请保护。公司目前还拥有千金片制备方法和制造工艺方面的专利，专利保护期至 2018 年止。由于药品是执行强制性质量标准商品，仿制者必须按照现行国家药品标准的要求进行仿制，对其处方及其配比、制造方法都不能作任何变动，而妇科千金片的处方配比一直处于保密状态，在任何公开文献和药品标准中披露过，且制备方法又申请了国家专利保护，因此，即使妇科千金片的国家秘密技术保护到期后，仿制者还要因受专利保护的限制直至 2018 年后才可能仿制。

2005~2007 年国内掀起了改剂型新药仿制申请热潮，许多单位和个人向国家药监局提出改剂型妇科千金片的新药申请，公司通过运用专利、保密等多种知识产权形式争取保护，并取得国家、省、市各级知识产权局的大力支持，最终国家药监局发文终止对所有与妇科千金片相关的改剂型新药申请的审评，并不再受理此类新药申请。同时，公司还积极提起相关产品侵犯外观设计专利的诉讼，成功维权并获得赔偿。结合公司在专利和独家品种保护上的意识，我们认为，在 2018 年之前市场上很难出现仿制妇科千金片的产品。

妇科千金片在 2008 年销售收入突破 3 亿元之后遇到发展瓶颈，2009 年收入仅同比增长 2.15%，2010 年三季度甚至下降 15%。主要原因在于公司于 2009 年底把出厂价从 11 元/盒提高至 12 元/盒，但终端价未能顺利上调，影响了经销商的积极性。为此，公司采取了“买十送一”的政策，下滑趋势已于近期得到扭转。我们看好妇科千金片在零售渠道上的恢复性增长，相信近期的营销改革将大大推动千金片在第三终端的销售。

➤ 妇科千金胶囊

千金胶囊是公司在千金片的基础上进行二次深度开发的国家四类新药，在生产工艺、质量控制上优于前者，具有服用量少、起效快、生物利用度高、疗效好等优势。公司申请的千金胶囊制造工艺和制造方法的专利已于 2001 年 6 月得到国家知识产权局的批准，保护期 20 年。自 2003 年上市以来，销售增长非常迅速，年均复合增长率约 60%。2009 年实现销售收入 1.62 亿元，同比增长 48.6%

妇科千金胶囊与千金片在疗效、服用量以及加工工艺上有显著差别；千金胶囊日均治疗费用远高于千金片，是后者的 2 倍，主要经过医院渠道销售，面向更富裕的阶层。两种产品的细分市场明显不同。此外，二者的生产线和技术管理上不能相互过用。因此，妇科千金胶囊和妇科千金片不存在直接的市场竞争。

表 8：妇科千金片与千金胶囊的主要区别

	妇科千金片	妇科千金胶囊
工艺	有 3 味药材以生粉入药	全部采用提取入药
服用量	每次 6 片，每日 3 次	每次 2 粒，每日 3 次
辅料用量	约 50%	低于 30%
溶散时间	平均 36 分钟	平均 9 分钟
生物利用度	高	低
首个疗程有效率	30.7%	54%
日均治疗费用	约 3 元	6~7 元
主要销售渠道	零售和第三终端	医院和大药房

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

➤ 补血益母颗粒

补血益母颗粒是公司针对产后术后补血补气市场而专门开发的中成药。本方以古方“当归补血汤”为基础，当归补血为君，配黄芪益气生血、阿胶补血为臣，当归、黄芪二物等量，恰到好处；加益母草消瘀破滞为佐，瘀去则更利于生新，加陈皮理气健脾助生化之源。该品种之前进入 8 省的地方医保，2009 年成为国家医保目录乙类品种。

根据卫生部的统计，目前我国每年产妇 1300~1400 万人，流产妇女 1300 万人，如果按每盒补血益母颗粒 25 元、单疗程使用五盒计算，产后术后补血市场约为 33 亿元，而公司该产品 2009 年的销售额仅 2200 万元，还有很大的上升空间。国内现在专门针对此领域的中成药不多，仅有新生化颗粒、芪芳气血颗粒等几个品种，临床上常使用调经调血类中成药辅助治疗，市场竞争并不激烈。

补血益母颗粒的日均治疗费用仅 5 元，低于新生化颗粒的 7.5 元和芪芳气血颗粒的 14~15 元，价格上具有很大的优势。2004 年公司开始重点推广后，补血益母颗粒年销售额的 CAGR 高达 60%以上，成为公司二线产品中最突出的亮点。公司在医院销售渠道上已经拥有多年的成功经验，补血益母颗粒进入国家最新医保目录也为医院推广提供了良好的前提条件；产品低廉的使用费用同样适用于包括乡镇卫生院在内的第三终端上的销售，此次公司营销改革也将助推补血益母颗粒打开新的市场，**我们看好该产品未来的发展，高速增长仍可持续。**

➤ 椿乳凝胶

椿乳凝胶为国家中药六类新药，处方组成为椿皮、苦参、牡丹皮、乳香、冰片五味药，主要用于治疗慢性宫颈炎、宫颈糜烂，为外用制剂。同类品种中未有医保甲类药物，列入医保乙类的药物为保妇康栓、复方沙棘籽油栓、宫颈炎康栓、康妇消炎栓、苦参软膏、治糜灵栓等六个品种。其中太阳石（唐山）药业生产的“康妇特栓”以 15.18%的市场份额居妇科炎症外用药市场的首位，在北京、上海、广州占据了 1/3 以上的市场份额，几乎占据复方莪术油栓的大部分市场。

目前治疗宫颈炎的藥物多以局部外用为主，常用的剂型有栓剂、泡腾片等，但都存在不同的问题：（1）栓剂融化后易流出，对严重炎症性病人来说，有异物感，药物容易被分泌物（白带）冲出，脂肪性基质则更严重；（2）泡腾片使阴道内环境变得更干燥，患者有异物感。阴道用凝胶剂是近年研究的阴道给药新剂型，其基质一般为具有生物黏附性能的高分子材料，易与子宫或阴道粘膜产生生物粘附，在阴道内滞留性好，作用时间长；凝胶剂刺激性很小，患者使用时无异物感，同时这些生物黏附材料在体内均能生物降解，无残留和毒副作用，已成为腔道给药的最新热点。

公司的椿乳凝胶曾是湖南湘雅医院的医院制剂，2005 年开始就有药物制备和临床使用的文献报道，疗效显著。鉴于慢性宫颈炎在我国高达 39%的发病率和凝胶剂相比其它剂型的明显优势，再加上公司已经拥有成熟的医院销售途径和近 300 人的医院销售队伍，椿乳凝胶的市场前景相当广阔。

➤ 妇科断红饮胶囊

妇科断红饮胶囊为国家中药六类新药，有效成份为赤芍、益母草、三七、仙鹤草、地榆（炒炭）、蒲黄（炒炭），主治功能失调性子宫出血的新药。

导致妇女失血和出血病症的原因较多，主要有功能失调性子宫出血、计划生育上环后经血增多和药流后长时间出血，此外还有子宫肌瘤疾病和人工流产后导致的出血症等。在所有的女性非正常出血症中，功能失调性子宫出血的发生率较其他几种妇科出血症高，且年龄段跨度较宽，从少女月经初潮到绝经期女性多有发生。功能失调性子宫出血是指由调节生殖器官的神经内分泌功能失常所致的子宫异常出血，在临床上极为常见，约占

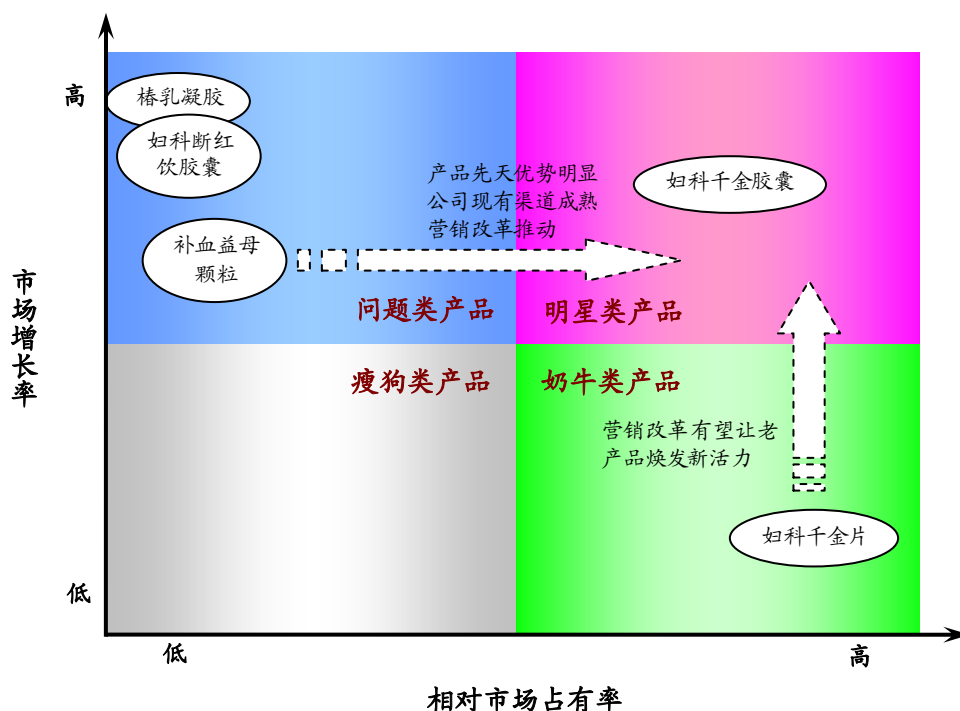
妇科门诊、住院病例的三分之一，也是导致妇女慢性贫血、继发性感染和不孕不育症的重要原因。

临床除了采用孕激素类药物治疗外，止血类口服药物也广泛应用。目前市场上最畅销的为云南白药生产的宫血宁胶囊。此外，哈药集团也开发了宫血停颗粒，东阿阿胶的安宫止血颗粒（膏）于 2009 年上半年获得生产批文。

宫血宁胶囊是云南白药成功细分妇科专科消费领域的独家产品，是由重楼皂苷 C 组成的单方制剂，采用云南地道珍贵药材为原料制成的纯中药制剂，具有缩宫、止血和消炎三重功效，是治疗各种原因导致的妇科血症的疗效显著药物。宫血宁已列入国家中药保护品种、国家医保目录中的甲类药物。2006 年宫血宁胶囊以“预防皮下埋植、放置 IUD、药物流产术后阴道出血的技术”项目作为云南省唯一一个入选国家卫生部“十年百项”的重点项目。宫血宁产品包装为 0.13g × 18 粒/盒，每盒售价在 16~17 元，每日服用 6 粒，日均治疗费用仅 8 元，适合包括城市医院和乡镇卫生院在内的所有终端销售。2007 年宫血宁的年销售额就突破 1 亿元，目前年销售规模超过 1.5 亿元，年增长率 20~30%。随着规范用药比例上升，宫血宁的市场容量仍有进一步放大的可能。

公司生产的妇科断红饮胶囊起源于西北名方，80 年代末就有临床使用断红饮治疗子宫出血的报道，疗效显著。我国农村女性一直是妇科疾病的高发病人群，但又是一个用药率较低的人群。随着医疗保障体系的逐渐完善以及女性健康知识的普及，特别是新医改推行后政府对社区和“新农合”投入巨大，妇科止血药市场极有可能快速成长。我们认为，宫血宁胶囊的成功为公司产品提供了很好的参照对象，宫血宁销量的快速增长恰恰说明妇科血症的用药市场已经有了一定的培育。虽然新产品的市场开拓需要时间，但断红饮胶囊已经进入 12 个省的医保目录，有望借助公司现有渠道、借力公司营销改革，成为公司产品线上的又一重要组成部分。

图 30: 公司产品的 BCG 矩阵



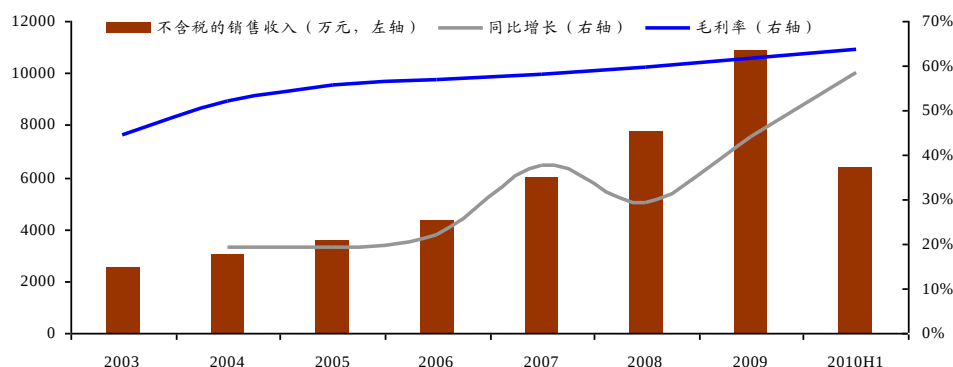
资料来源：招商证券研发中心

七、子公司湘江药业是亮点

公司控股 51%的子公司湘江药业主营业务为化学类普药如罗红霉素、依拉普利的生产和销售，同时也代理销售其它公司产品，但占比不高。湘江药业主要面向基层市场，拥有 660 多名销售人员，覆盖全国 23 个省份。原湘江药业的董事长兼总经理现已调任母公司任总经理，主导千金药业此次的营销改革。

虽然湘江药业以化学普药主且面向第三终端销售，但公司的成本控制非常出色，而且 2007 年之后销售渠道的建设和维护已经成型，销售收入的增长和毛利率水平都很高，而且还有逐年增加的趋势。公司 2009 年含税的销售收入超过 1.3 亿元，同比增长 43.8%，毛利率 61.7%。今年上半年，湘江药业的业绩增长加速，同比增长接近 60%，毛利率也提高到 63.6%，预计全年的含税收入将达到 2 亿元，净利润 2000 万元。

图 31: 湘江药业发展迅速



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

湘江药业在 2010 年上半年获得了拉米夫定片和缬沙坦胶囊的生产批文，两个药品均被列入 2009 年国家医保目录的乙类品种：

➤ 拉米夫定

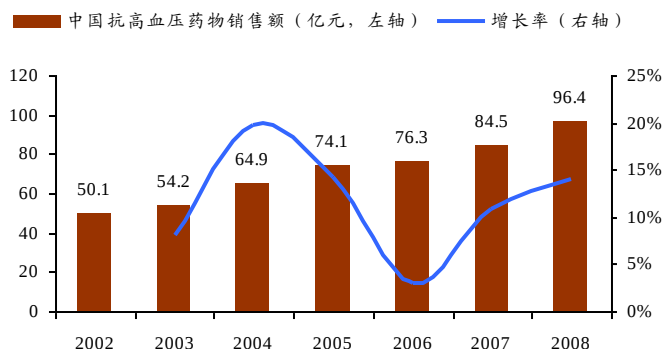
拉米夫定是葛兰素史克的原研药，其中 100mg/片的拉米夫定片主要用于慢性乙肝的治疗，商品名“贺普丁”；150mg/片和 300mg/片的两种拉米夫定片主要用于艾滋病的治疗。贺普丁在中国的销售价格为 180 元/盒左右，每盒 14 片，日治疗费用为 12.8 元。

目前我国慢性乙肝患者已达 2000 多万人，乙肝病毒表面抗原携带者超过 1 亿人，约占总人口的十分之一，中国治疗乙型肝炎患者的医疗费用已达 300~500 亿元/年，治疗药物的潜在需求巨大。葛兰素史克在 2009 年共销售拉米夫定片 2.17 亿英镑，其中近 80% 在非欧美国家，在中国的销售额估计在 20 亿元左右，约占葛兰素史克全球销售额的 10%。拉米夫定需要每天服用，一日一片，主要在零售市场销售，每年的用药金额在 4500~5000 之间。拉米夫定的中国专利保护期已于 2006 年 6 月 18 日到期，目前除葛兰素史克公司之外，仅有湘江药业和安徽贝克生物制药有限公司于 2010 年上半年获得了生产批文，预计明年开始上市销售，竞争并不激烈。我们认为，凭借公司在第三终端和零售市场的销售优势，以及很可能大大低于原研药的销售价格，公司生产的拉米夫定仿制药将很快抢占基层市场。

➤ 缬沙坦胶囊

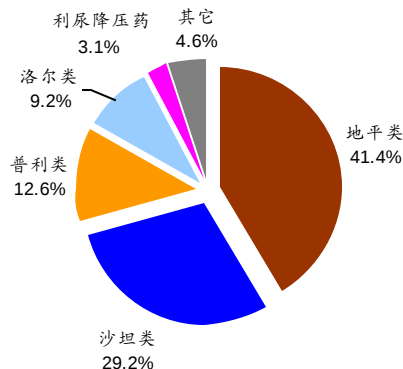
近年来，随着中国人民生活水平不断提高、老年人口的增长，高血压正成为一种患病率极高的常见病走进我们的生活。按照我国 2008 年第四次《国家卫生服务研究》的统计数据，我国高血压患者约有 7300 万人，但高血压知晓率仅为 30.2%，治疗率为 24.7%，控制率为 6.1%，都处于非常低的水平。2008 年，我国用于高血压的医疗费用达 366 亿元，其中药物费用 96.4 亿元。根据流行病学的发病率和相关样本的用药水平推算，中国抗高血压药物的理论市场容量约为 200 亿元。

图 32: 我国抗高血压药物的销售额



资料来源: SFDA 南方所, 招商证券研发中心

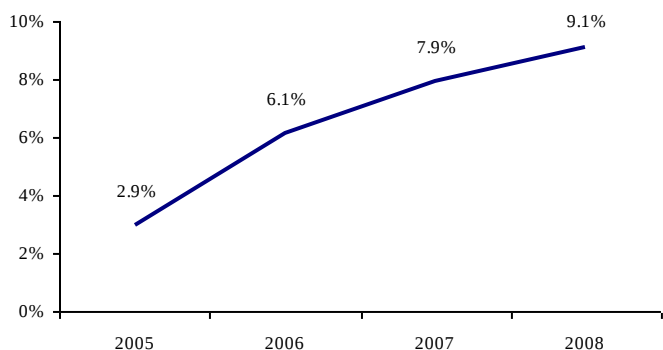
图 33: 2008 年我国各类抗高血压药的市场份额



资料来源: SFDA 南方所, 招商证券研发中心

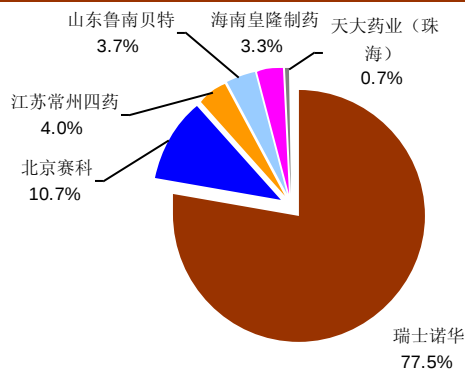
缬沙坦属于抗高血压药血管紧张素 II 受体拮抗剂, 沙坦类药物约占整个抗高血压市场的 30%, 仅次于地平类 (钙拮抗剂)。根据 SFDA 南方所的统计, 缬沙坦在样本医院抗高血压药的市场份额上升很快, 2008 年已经达到 9.1%, 销售额年均增长率超过 80%, 是抗高血压药物中增速最快的品种之一。诺华的专利药 “Diovan” 仍占据了国内缬沙坦 77.5% 的市场份额, 排名第一位。

图 34: 缬沙坦的市场份额上升很快



资料来源: SFDA 南方所, 招商证券研发中心

图 35: 缬沙坦市场竞争格局



资料来源: SFDA 南方所, 招商证券研发中心

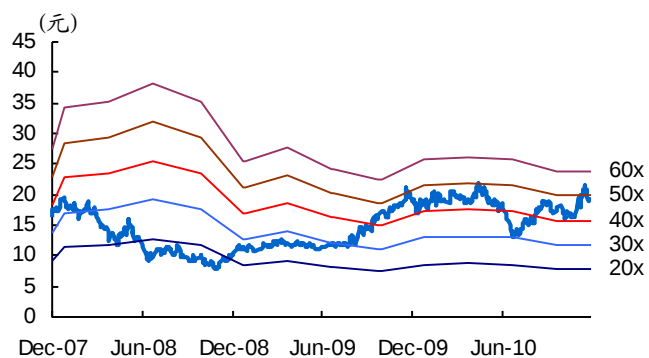
虽然目前国内缬沙坦及其复合制剂的生产企业较多, 且已经具有先发优势, 竞争激烈。但我们看好公司的基层营销能力, 缬沙坦胶囊能够搭载现有的销售渠道而实现快速增长。

表 9: 目前国内缬沙坦的生产企业数

	获批企业数	湘江药业是否获得批文
缬沙坦原料药	7	✓
缬沙坦片	1	
缬沙坦胶囊	9	✓
缬沙坦分散片	5	
缬沙坦氢氯噻嗪片	5	
缬沙坦氢氯噻嗪分散片	2	
缬沙坦氢氯噻嗪胶囊	4	

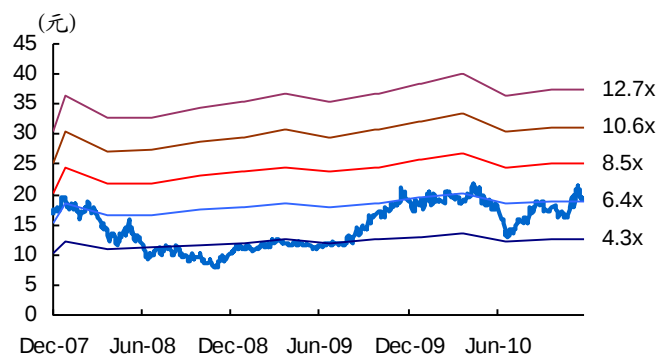
资料来源: SFDA, 招商证券研发中心

图 36: 千金药业历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 37: 千金药业历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	789	766	792	822	1159
现金	507	185	372	415	522
交易性投资	0	232	100	0	100
应收票据	122	177	173	216	280
应收款项	25	30	-1	6	17
其它应收款	12	10	14	18	23
存货	96	99	95	119	155
其他	26	35	38	48	62
非流动资产	271	500	356	488	351
长期股权投资	14	14	14	14	14
固定资产	160	182	186	189	192
无形资产	47	48	43	39	35
其他	50	256	114	247	111
资产总计	1059	1266	1147	1310	1510
流动负债	181	312	203	232	276
短期借款	0	131	30	30	30
应付账款	79	87	77	96	125
预收账款	13	19	17	22	28
其他	89	74	79	85	93
长期负债	3	3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	3	0	0	0
负债合计	184	314	203	232	276
股本	181	218	305	305	305
资本公积金	277	240	153	153	153
留存收益	393	466	455	582	731
少数股东权益	24	27	32	37	45
母公司所有者权益	851	924	913	1040	1189
负债及权益合计	1059	1266	1147	1310	1510

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	372	735	157	98	123
净利润			122	159	212
折旧摊销			23	23	22
财务费用			(1)	(1)	(2)
投资收益			(15)	(30)	(30)
营运资金变动			20	(58)	(87)
其它			7	6	8
投资活动现金流	1541	(4715)	252	(55)	15
资本支出			(20)	(20)	(20)
其他投资			272	(35)	35
筹资活动现金流	(815)	691	(221)	(0)	(32)
借款变动			(101)	0	0
普通股增加			87	0	0
资本公积增加			(87)	0	0
股利分配			(133)	(32)	(64)
其他			13	31	32
现金净增加额	1099	(3289)	188	43	106

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	801	904	959	1198	1558
营业成本	346	361	383	479	623
营业税金及附加	11	12	14	18	23
营业费用	275	321	352	443	561
管理费用	59	71	77	96	125
财务费用	(2)	(1)	(1)	(1)	(2)
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	(48)	0	0	0	0
投资收益	80	15	15	30	30
营业利润	143	155	148	193	258
营业外收入	1	2	3	3	3
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	142	156	149	194	259
所得税	7	19	22	29	39
净利润	134	137	127	165	220
少数股东损益	5	6	4	6	8
母公司所有者净利润	130	131	122	159	212
EPS (元)	0.43	0.43	0.40	0.52	0.70

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	18%	13%	6%	25%	30%
营业利润	-28%	9%	-5%	31%	33%
净利润	-25%	1%	-7%	30%	33%
获利能力					
毛利率	56.9%	60.1%	60.0%	60.0%	60.0%
净利率	16.2%	14.5%	12.7%	13.3%	13.6%
ROE	9.1%	10.1%	13.4%	15.3%	17.9%
ROIC	15.3%	12.5%	12.8%	14.7%	17.2%
偿债能力					
资产负债率	17.3%	24.8%	17.7%	17.7%	18.3%
净负债比率	0.0%	10.3%	2.6%	2.3%	2.0%
流动比率	4.4	2.5	3.9	3.5	4.2
速动比率	3.8	2.1	3.4	3.0	3.6
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0
存货周转率	3.9	3.7	4.0	4.5	4.5
应收帐款周转率	34.4	33.3	67.3	509.8	137.4
应付帐款周转率	4.7	4.3	4.7	5.6	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.43	0.43	0.40	0.52	0.70
每股经营现金	2.05	3.38	0.51	0.32	0.40
每股净资产	4.69	4.24	2.99	3.41	3.90
每股股利	0.00	0.00	0.08	0.10	0.21
估值比率					
PE	45.9	45.5	48.8	37.4	28.1
PB	4.2	4.6	6.5	5.7	5.0
EV/EBITDA	-16.3	-14.4	-33.1	-26.4	-20.3

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

李珊珊，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1 年股权投资经验，2010 年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。