

**金活医药集团 (01110.HK)**

产品组合丰富，业绩可期

**投资亮点：**

**老产品业绩恢复，新产品增速加快。**今年，金活医药支柱产品京都念慈菴川贝枇杷膏已成功续证，5月开始铺货。预计今年该产品有望恢复2014年的销售水平。公司新引进了美国益生菌品牌康萃乐(Culturelle)在内的一系列母婴、瘦身保健品。2015年以来，公司进一步加大康萃乐的线下推广和销售力度，预计该产品将成为新的业绩增长点。

**加快跨境电商平台建设。**公司顺应医疗电商热潮，近年来大力发展电商业务，先后进驻多个综合性、专业性跨境电商平台，公司新引进的保健品均在跨境电商平台上取得了不错的销量，且呈逐月快速上涨趋势。目前公司也正在搭建自营的前海跨境电商平台。

**并购东迪欣布局大健康领域。**公司2015年完成收购深圳市东迪欣科技有限公司55%股权。东迪欣产品涵盖物理康复治疗仪器和普通诊察器械两大领域，主要面向海外市场。双方优势互补：借助东迪欣，金活医药可进军医疗健康电子产品市场，布局大健康领域，丰富自身产品线；东迪欣也可借助金活医药在国内的分销网络，提高销售业绩。

**国药资本有条件地入股为战略投资者。**双方将在产品、渠道和终端上进行深度整合，充分发挥协同效应。

**投资建议：**

只需枇杷膏销售情况恢复2014年水平，其他产品保持稳定，**智通财经预计金活医药2016年全年净利润增至4653.8万人民币，同比增长18.2%。**目前股价对应市盈率仅14.12倍，低于目前行业平均市盈率的20.54倍。**建议投资者保持关注，候机低吸。**

**风险提示：**

川贝枇杷膏及部分新产品的销售或不及预期；推广新产品可能花费大量成本，或将对公司净利润增长产生不利影响；与主要生产商、供货商及客户之间的业务关系终止，或将对业绩产生不利影响。

**主要财务数据**

	2013	2014	2015
营业收入(千元人民币)	554,763	660,323	713,548
增长率(%)	-11.5	19	8.1
毛利率(%)	23.6%	23.7%	31.8%
毛利(千元人民币)	131,179	156,310	226,777
拥有人应占利润(千元人民币)	47,177	37,865	31,205
EPS(分人民币/股)	7.58	6.07	4.74
市盈率(P/E)(对应2016年8月12日收盘价)	13.92	17.38	22.25

数据来源：智通财经、金活医药集团

**投资评级**
**股票数据**

08月16日收盘价(元)	1.20
52周股价波动(元)	1.18-1.96
总股本/流通A股(亿)	6.23
总市值/流通市值(亿)	7.41

**市场表现**


数据来源：雪球、智通财经

**公司数据**

净资产收益率：5.37%

资本负债比率：15.5%

流动比率：1.7

数据来源：公司资料、Wind 资讯



# 目录

目录..... 2

一、分销产品线多元化..... 3

    1.1 知名药品组合业绩反转..... 3

    1.2 引入母婴、瘦身产品丰富业绩增长点..... 4

二、线上线下分销布局..... 5

    2.1 分销网络庞大..... 5

    2.2 引入国药控股深化合作..... 6

    2.3 布局跨境电商..... 6

三、收购东迪欣扩大收入来源..... 7

四、市场需求和行业政策利好..... 8

    4.1 呼吸系统患病率提升..... 8

    4.2 母婴消费需求上升..... 9

    4.3 医疗行业将迎发展机遇..... 11

五、盈利预测..... 12

图一：2013年-2015年念慈菴川贝枇杷膏销售收入

图二：金活医药2014年-2015年重点产品销售占比

图三：东迪欣与金活医药签订三年利润保证

图四：化痰、止咳、平喘剂中成药畅销产品TOP10

图五：2010-2020年中国母婴童市场容量图

图六：2010-2020中国婴童产品市场图

图七：金活医药2016年盈利预测

## 一、分销产品线多元化

### 1.1 知名药品组合业绩反转

金活医药是一间从事进口品牌药品及保健代理的企业，其销售网络覆盖大中华区。该集团的分销产品超过 60 种。其中药品包括京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏（以下简称“川贝枇杷膏”）、喇叭牌正露丸、金活依马打正红花油等。

公司自成立以来就通过了生产商及供应商的严谨分销门槛，与供应商建立了长期、稳定的合作伙伴关系。与京都念慈菴总厂合作逾 20 年，与喇叭牌正露丸的供货商合作逾 19 年。

但金活医药不是川贝枇杷膏的国内独家代理商，其与广州某家公司共同负责川贝枇杷膏的国内分销工作。目前，金活医药负责华北、华南、华东大区主要省、市的市場。

图一：2013 年-2015 年金活医药念慈菴川贝枇杷膏销售收入



资料来源：智通财经、公司资料



2014年至2015年，川贝枇杷膏的销售收入分别占金活医药总销售收入的76.9%和53.9%。因川贝枇杷膏进口注册证在2015年3月14日到期，续证过程对中国内地的供应产生影响，2015年该产品的销售收入约为2.99亿人民币，较2014年同期下降了41.1%。

今年该产品已成功续证，5月开始铺货，预计今年该产品有望恢复2014年的销售水平。

除念慈菴川贝枇杷膏外，公司正红花油、活络油等其他老牌产品的销售仍保持稳中有升。

## 1.2 引入母婴、瘦身产品丰富业绩增长点

为避免业绩过度依赖川贝枇杷膏、丰富产品线，近年来金活医药引进了儿童用的美国益生菌品牌康萃乐(Culturelle)、澳洲减肥瘦身品牌菲拉思德(FATBLASTER)椰子水、Lifeline Care 挪威鱼油以及澳佳宝(Blackmores)鱼油等产品，并且获得了上述产品相应分销地的独家代理权。

公司认为，该品类产品将充分受惠于消费者在健康保健领域的投入增加以及二胎政策的放开，在未来国内消费市场有巨大发展空间。

在上述产品中，康萃乐的销售收入增长最快，2015年该产品销售收入约9278万人民币，较2014年同期上涨了227%。因保健品毛利较高，康萃乐营销收入的上涨同时带动了公司毛利率的提高。2015年，金活医药的毛利率较2014年提高了8.1%，至31.8%。

自 2015 年以来，金活医药加大了康萃乐在内地的营销推广和目标市场培育力度，预计该产品将成为继川贝枇杷膏之后新的增长点。澳佳宝鱼油、菲拉思德椰子水等其他保健产品的销售同样录得可观增速。

图二：金活医药 2014 年-2015 年重点产品销售占比



数据来源：智通财经、公司资料

## 二、线上线下一分销布局

### 2.1 分销网络庞大

金活医药在大中华范围内拥有一级分销商 300 个，二级分销商 321 个，零售门店近 22 万间及产品专柜 3000 个，遍及华南区、华西区、华北区、华东区。公司业务按地理位置划分为 22 个子公司、38 个区域市场，以便于市场管理及实施营销政策。为加强销售网络的可控性，公司自有销售队伍分布在各个大区，直接渗透到大多数门店管理中。

公司于 2014 年底及 2015 年 5 月开始大力拓展香港及澳门分销



网络。目前公司旗下产品已覆盖香港范围内万宁 270 间、屈臣氏 201 间、荷花亲子中心 7 间、华润堂 78 间以及各大百货、药房药行逾 350 间。

## 2.2 引入国药控股深化合作

2014 年底，金活医药宣布国药资本购入集团大股东约 9.99% 股份。与此同时，金活医药向国药资本发行约 1.34 亿港元的可转债。双方原定换股期为 2014 年 12 月 17 日至 2016 年 6 月 16 日 18 个月。2016 年 5 月，双方经协商将换股期再次延长 18 个月。

全数转换可转债后，国药资本将持有金活医药经扩大已发行股本的 18.17%。

双方已签订战略合作协议，将在产品、渠道和终端上进行深度整合。金活医药将在原有 OTC 领域的基础上，借助此次合作，进一步拓展旗下产品。此外，金活医药将受惠于国药在国内的分销网络资源，打通业内更多的营销及分销渠道，带来新的增长点。

## 2.3 布局跨境电商

与此同时，金活医药正在大力发展电子商务业务，特别是医药电商业务的拓展。目前，公司先后在国内多个跨境电商平台上开设旗舰店，包括天猫、京东、苏宁易购等综合电商平台；贝贝网、母婴之家、聚美优品、神爸网等垂直电商平台；深圳前海等新型跨境电商平台。

2015 年，金活医药与深圳市创捷科技有限公司签订了战略合作



协议，打造金活健康之家 B2B2C 平台。今年公司将加速推动金活健康之家前海跨境电商平台的上线及正式运营。

### 三、收购东迪欣扩大收入来源

2015 年 2 月 13 日，金活医药完成了对东迪欣的股权变更，以约 1.89 亿获得该公司 55% 的股权。东迪欣主要从事医疗器械研发，产品涵盖物理康复理疗仪器、普通诊察器械及可穿戴式医疗设备等。此前该公司的产品主要面向海外市场，在海外拥有广泛的营销网络。

金活医药认为，此次收购意味着公司正式进军全球医疗健康电子产品市场，进一步拓展在大健康领域的布局，并逐步实现了产品组合及盈利模式的多元化发展。同时，东迪欣的产品亦将通过金活的国内经销网络，在国内创造收益。

东迪欣与金活医药签订了三年利润保证，见下图。2015 年已实现保证的净利润 3204.7 万人民币。

图三：东迪欣与金活医药签订三年利润保证



资料来源：智通财经、公司资料

## 四、市场需求和行业政策利好

### 4.1 呼吸系统患病率提升

近年来，随着空气质量的恶化，我国呼吸系统疾病患病率呈现上升趋势。国家卫计委的有关统计资料表明，我国呼吸系统疾病的患病率约为 6.94%，即全国每年有 8,000 多万人患呼吸系统疾病。

在呼吸系统疾病中，咳嗽、痰多、气喘等症状是基本本特征。因此化痰、止咳等药品成为诸多消费者常备的预防产品。中康 CMH 数据显示，2015 年化痰、止咳、平喘剂的市场规模为 158.7 亿元，占到呼吸系统用药市场规模的 12.9%。在现有产品中，京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏的市场份额最高，占 8%。未来该领域用药市场还有较大增长潜力。



图四：化痰、止咳、平喘剂中成药畅销产品 TOP10

产品名	市场份额
京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏(京都念慈菴总厂)	8.0%
肺力咳合剂(贵州健兴药业)	4.7%
小儿肺热咳喘口服液(黑龙江葵花)	3.7%
急支糖浆(太极涪陵制药)	3.6%
强力枇杷露(无糖型)(哈尔滨市康隆药业)	2.7%
小儿消积止咳口服液(鲁南厚普制药)	2.4%
苏黄止咳胶囊(扬子江药业)	1.8%
金荞麦片(黑龙江康麦斯)	1.7%
肺宁颗粒(修正药业集团)	1.6%
蜜炼川贝枇杷膏(广药白云山潘高寿)	1.4%

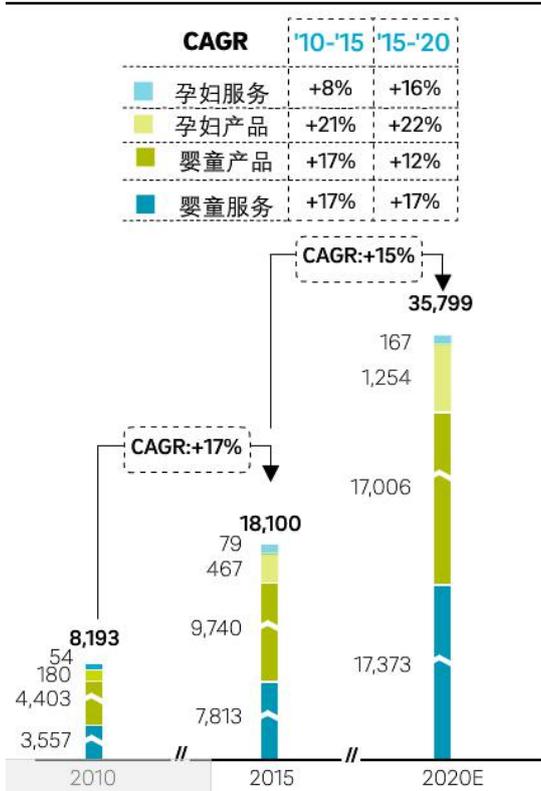
数据来源：中康 CMH

## 4.2 母婴消费需求上升

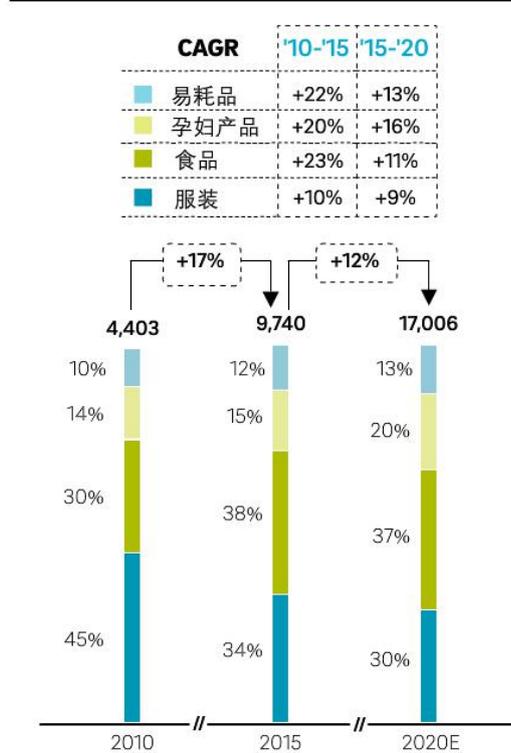
2015年12月27日，全国人大常委会表决通过了《人口与计划生育法修正案》，随后全面放开二胎政策已于2016年1月1日起在我国正式实施。据华泰证券行业报告预测，受此政策推动，中国每年将有可能新增新生儿100至200万名，预计2018年新生儿总数有望超2000万名。

图五：2010-2020年中国母婴童市场容量图 图六：2010-2020中国婴童产品市场图

中国母婴童市场容量 [2010-2020E, 亿元]



婴童产品市场 [2010-2020E, 亿元]



数据来源：来自罗兰贝格《2016中国母婴童市场研究报告》

受此影响，母婴消费市场将迎来高速增长。据罗兰贝格发布的《中国母婴童市场研究报告》，未来五年国内母婴童市场将以每年15速度增长，整体市场规模将从2015年的1.8万亿元发展至2020年的近3.6万亿元。

其中，婴童（1—14岁）产品的市场容量将从2015年的0.97万亿元增长至2020年的1.7万亿元。食品和服装在婴童产品市场中占比较高，预计2020年将共占其67%的份额。

金活医药旗下的康萃乐、LIFELINE CARE 母婴鱼油等产品将充分受惠于这一市场消费需求的上涨。



### 4.3 医疗行业将迎发展机遇

受中国社会老龄化进程加快、人们健康意识不断提高、医保体系日益完善等积极因素影响，中国已成为全球药品消费增速最快的地区之一，并有望在 2020 年以前成为仅次于美国的第二大药品市场。

中国医疗器械市场的增长潜力同样在日渐显著。据中国医药物资协会医疗器械分会统计，2015 年至 2020 年我国医疗器械行业将以年均 20%左右增速发展，到 2020 年我国医疗器械行业销售收入将达到 5000 亿元左右。

随着近年政府医改力度逐渐加大，医药行业市场化进程加快，药价放开更利于知名医药产品创新和溢价。医药行业整体呈现充满活力的发展趋势，未来或将有有望放开处方药互联网销售。而金活医药也将受惠于国内医药行业未来的积极发展，前景可观。



## 五、盈利预测

图七：金活医药 2016 年盈利预测

金活医药2016年盈利预测		
项目	2015A	2016E
营业收入（千元人民币）	713,548	920,208
毛利	226,777	251,513
年度溢利	39,378	46,538
每股盈利（人民币分）	4.74	7.47
PE（按2016年8月12日收盘价算）	22.25	14.12

数据来源：智通财经、公司资料