

中药行业二级市场投资策略报告

扶持中药从呼吁到业绩兑现，优质创新中药迎战略性机遇

证券分析师：朱国广

执业证书编号：S0600520070004

联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn

2023年4月9日



- **一、从顶层设计到多部委执行，多项政策出台**
- **二、新药注册审评端：中医药特色注册申报路径下，药品审评上市加快**
- **三、医保支付端：中药、中医服务纳入医保范围，中成药集采降幅温和**
- **四、值得期待的行业催化剂：基药目录调整**
- **五、风险提示**

一、从顶层设计到多部委执行，多项政策出台

国务院多次发文把中医药工作摆在重要位置

■ 国务院先后发布多个促进中医药传承创新、振兴发展的政策文件，彰显了中医药的重要地位

- 中药是中华民族瑰宝，为造福人民健康作出不容忽视的贡献。党中央国务院高度重视中医药工作，特别是党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央把中医药工作摆在更加突出的位置，多次作出重要指示批示，为新时代中药传承创新发展指明了方向、提供了遵循。
- 2019年以来，每年国务院都发布中医药传承相关文件；2023年2月28日，国务院办公厅日前印发《中医药振兴发展重大工程实施方案》，进一步加大“十四五”期间对中医药发展的支持力度，着力推动中医药振兴发展。《方案》明确推进中医药振兴发展的基本原则，并统筹部署了8项重点工程，包括中医药健康服务高质量发展工程、中西医协同推进工程、中医药传承创新和现代化工程、中医药特色人才培养工程（岐黄工程）等，安排了26个建设项目。其中**着重提到将加速中药服务体系建设和医保支付倾斜、纳入医院考核等政策的落地，进一步加快中医药行业总体发展速度，加强供给和需求端双向建设；直接利好我国中医药企业。**

国家鼓励中医药发展的顶层设计

文件名称	颁布部门	颁布时间	主要内容
《中医药振兴发展重大工程实施方案》	国务院	2023年2月	到2025年，优质高效中医药服务体系加快建设，中医药防病治病水平明显提升， 中西医结合服务能力显著增强，中医药科技创新能力显著提高 ，高素质中医药人才队伍逐步壮大，中药质量不断提升，中医药文化大力弘扬，中医药国际影响力进一步提升 国务院中医药工作部际联席会议有关成员单位要将重大工程实施纳入本单位重点工作；做好资金保障，建立持续稳定的中医药发展多元投入机制；加强监测评估。
《关于“十四五”中医药发展规划的通知》	国务院	2022年3月	到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥
《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院	2021年2月	夯实中医药人才基础；提高中药产业发展活力；增强中医药发展动力；完善中西医结合制度；实施中医药发展重大工程；提高中医药发展效益；营造中医药发展良好环境。
《关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央、国务院	2019年10月	健全中医药服务体系 、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用、大力推动中药质量提升和产业高质量发展、加强中医药人才队伍建设、促进中医药传承与开放创新发展、改革完善中医药管理体制机制等促进中医药行业良好发展的措施。

国务院多次发文把中医药工作摆在重要位置

- 国务院先后发布多个促进中医药传承创新、振兴发展的政策文件，彰显了中医药的重要地位
- 文件聚焦中医药发展痛点，进一步明确各部门分工及配套措施



- **加强中医药服务机构建设：**到2022年，基本实现县办中医医疗机构全覆盖
- **发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用：**加快中医药循证医学中心建设，用3年左右时间，筛选50个中医治疗优势病种和100项适宜技术、**100个**疗效独特的中药品种，到2022年形成并推广50个左右中西医结合诊疗方案
- **大力推动中药质量提升和产业高质量发展：**到2022年，基本建立道地药材生产技术标准体系、等级评价制度
- **加强中医药人才队伍建设**
- **促进中医药传承与开放创新发展：**将中医药纳入构建人类命运共同体和“一带一路”国际合作重要内容
- **改革完善中医药管理体制机制**

- **夯实中医药人才基础：**布局建设100个左右中医药类一流本科专业建设点。用5—10年时间，评选表彰300名左右国医大师和全国名中医，培育500名左右岐黄学者、3000名左右中医药优秀人才、10万名左右中医药骨干人才
- **优化中药审评审批管理，完善中药分类注册管理**
- **保障落实政府投入，多方增加社会投入，加强融资渠道支持**
- **健全中医药医保管理措施**
- **完善中西医结合制度**
- **加强中医药知识产权保护**

主要发展指标进行量化

主要发展指标

主要指标	2020年	2025年	指标性质
1. 中医医疗机构数（万个）	7.23	9.50	预期性
2. 中医医院数（个）	5482	6300	预期性
3. 每千人口公立中医医院床位数（张）	0.68	0.85	预期性
4. 每千人口中医类别执业（助理）医师数（人）	0.48	0.62	预期性
5. 每万人口中医类别全科医生数（人）	0.66	0.79	预期性
6. 二级以上公立中医医院中医类别执业（助理）医师比例（%）	51.58	60	预期性
7. 二级以上中医医院设置康复（医学）科的比例（%）	59.43	70	预期性
8. 三级公立中医医院和中西医结合医院（不含中医专科医院）设置发热门诊的比例（%）	—	100	约束性
9. 二级以上公立中医医院设置老年病科的比例（%）	36.57	60	预期性
10. 县办中医医疗机构（医院、门诊部、诊所）覆盖率（%）	85.86	100	预期性
11. 公立综合医院中医床位数（万张）	6.75	8.43	预期性
12. 二级以上公立综合医院设置中医临床科室的比例（%）	86.75	90	预期性
13. 二级妇幼保健院设置中医临床科室的比例（%）	43.56	70	预期性
14. 社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆的比例（%）	81.29	力争到2022年全部设置	预期性
15. 公民中医药健康文化素养水平（%）	20.69	25	预期性

注：1. 中医医疗机构包括中医医院（含中西医结合医院、少数民族医院）、中医门诊部（含中西医结合门诊部、少数民族医门诊部）、中医诊所（含中西医结合诊所、少数民族医诊所）。
2. 二级以上公立中医医院中医类别执业（助理）医师比例统计范围不含中西医结合医院和少数民族医医院。

- **中医药服务体系“扬优强弱补短”建设：**建设**130个**左右中医特色突出、临床疗效显著、示范带动作用明显的中医特色重点医院
- **中医治未病能力建设：**开展中医适宜技术防控儿童青少年近视试点、妇幼健康中医适宜技术推广试点
- **中西医协同推进工程：**建设50个左右中西医协同“旗舰”医院、一批中西医协同“旗舰”科室
- **中医药老年健康服务能力建设**
- **中医药数字便民和综合统计体系建设：“互联网+医疗健康”**
- **中医药特色人才培养工程（岐黄工程）**
- **中药质量提升及产业促进工程，中成药综合评价体系建设：**系统开展**100种**中成药的临床综合评价
- **中医药开放发展工程**
- **医保、医疗、医药联动促进中医药传承创新发展试点建设**

二、新药注册审评端：中医药特色注册申报路径下，药品审评上市加快

- 2020年4月，国家药监局颁布的《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》。2020年12月21日，国家药监局发布《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》，在《药品管理法》及现有《注册管理办法》的基础上，提出**改革中药注册分类**（将中药分为中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方复方、同名同方药这4类），**构建“三结合”（人用经验、临床试验、中医理论）审评证据体系**，改革完善中药审评审批制度。明确对临床定位清晰且具有明显临床价值，用于重大疾病、罕见病防治、临床急需而市场短缺、或属于儿童用药的中药新药申请实行优先审评审批。
- 2023年2月10日，国家药监局发布《中药注册管理专门规定》，《规定》中指出申请注册的中药具有人用经验的，可根据人用经验对药物安全性、有效性的支持程度，合理提交相应的申报材料；**满足相应条件的处方可简化工艺研究，豁免非临床有效性研究，豁免 I 期、II 期临床试验等**；引入**真实世界证据作为支持产品上市的依据**。

改革中药注册分类

➢ 旧版分类标准（2007版）
中药机理不明、有效成分不清，创新难度大

- 强调有效成分和有效部位
- 以物质基础作为划分注册类别的依据

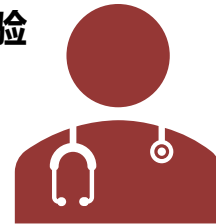
➢ 新版分类标准（2020版）

淡化“有效成分”，强调疗效，中药获批加速

- 支持基于中医药理论和中医临床实践经验评价中药的有效性，**更加强调疗效**
- **中药创新药**：重视**临床价值评估**，注重满足尚未满足的临床需求
- **改良型新药**：拓宽范畴，中药增加功能主治”的申报路径由原来的补充申请改为纳入新药申报范畴
- **古代经典名方中药复方制剂**：单独作为注册分类，可**豁免**临床直接提出上市许可申请

“三结合”审评证据体系

➢ 人用经验



人用经验处于关键地位：将有关人用经验的沟通交流，总结为人用经验研究方案的沟通、人用经验数据的沟通，如**古代经典名方中药复方制剂的审评主要采用以专家意见为主的审评模式。**

➢ 临床试验



鼓励有预先设计地开展获取人用经验的临床研究。

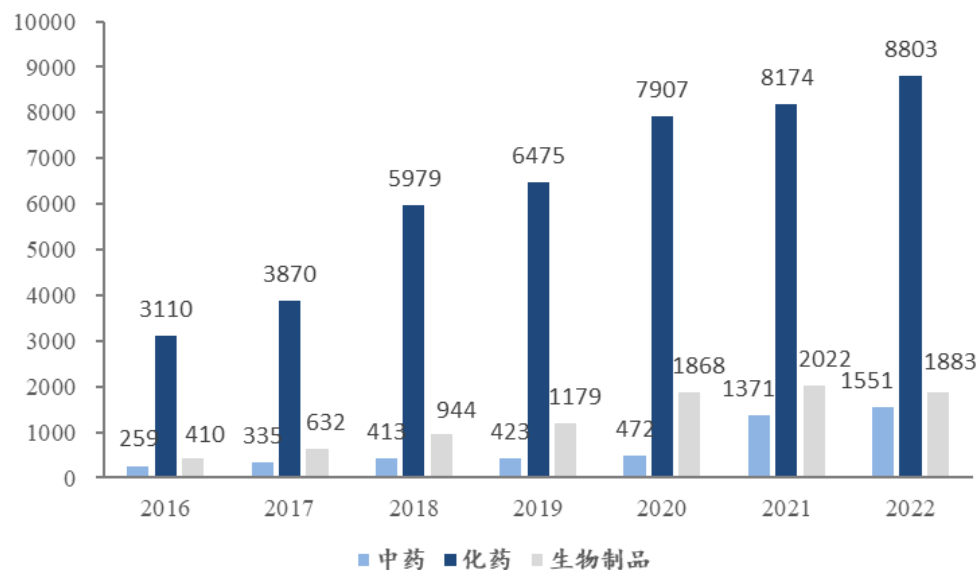
➢ 中医理论



药监局政策支持，中药新药审评呈现加速态势

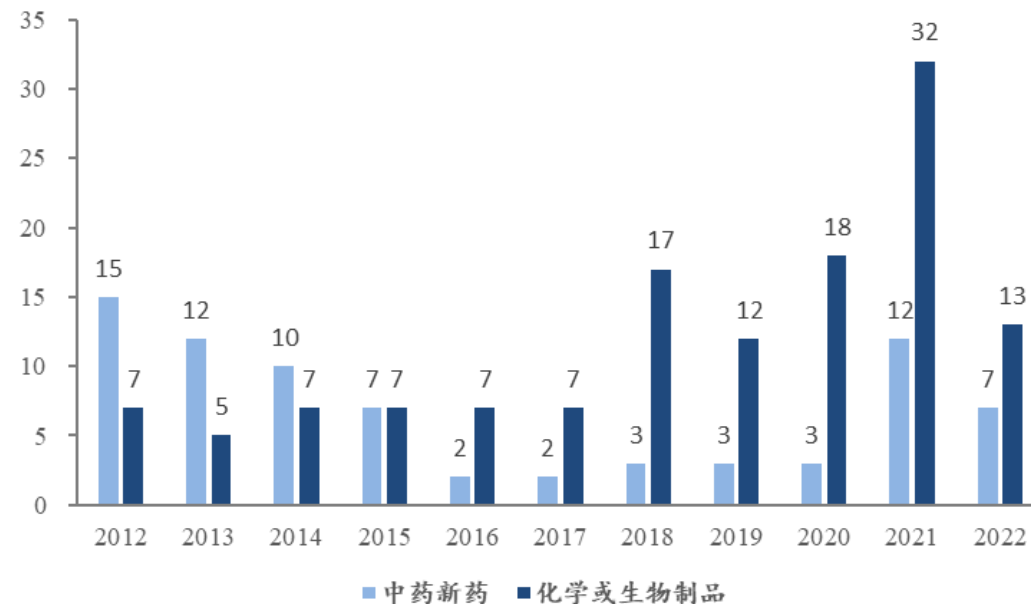
- 自2016年以来，我国中药创新药审评一直较为严格，在此背景下，我国中药创新药申报同样处于低迷状态，2016-2020年期间中药创新药年均申报仅380件，年均获批仅2.6件。
- 在2019年10月国务院《关于促进中医药传承创新发展的意见》统筹，2020年12月药监局出台《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》政策支持背景下，2021年以来，我国中药创新药申报明显增加，达1371件；评审同样显著提速，2021年全年累计获批包括宣肺败毒颗粒在内的12种中药新药：其中古代经典名方中药复方制剂3种，包含清肺排毒颗粒、化湿排毒颗粒、清肺排毒颗粒；中药创新药9种，包含解郁除烦胶囊、虎贞清风胶囊等。**2022年仍然保持较高的新药申报速度，申报数量达1551件，中药创新药获批数量为7件。**

2016-2022年我国新药申报情况



数据来源：药智网，药监局，东吴证券研究所

2012-2022年我国新药审批情况

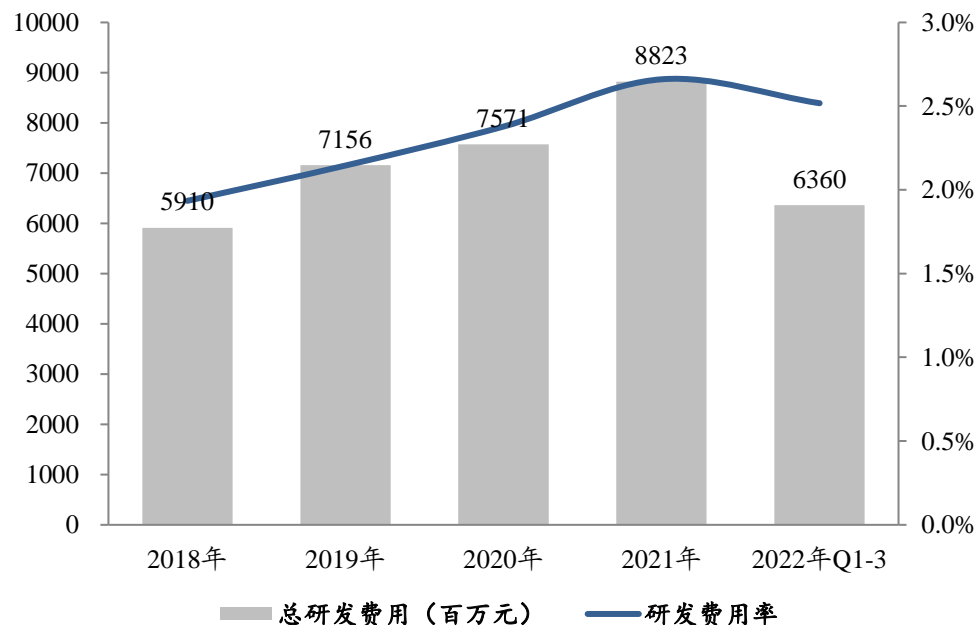


数据来源：药监局，东吴证券研究所

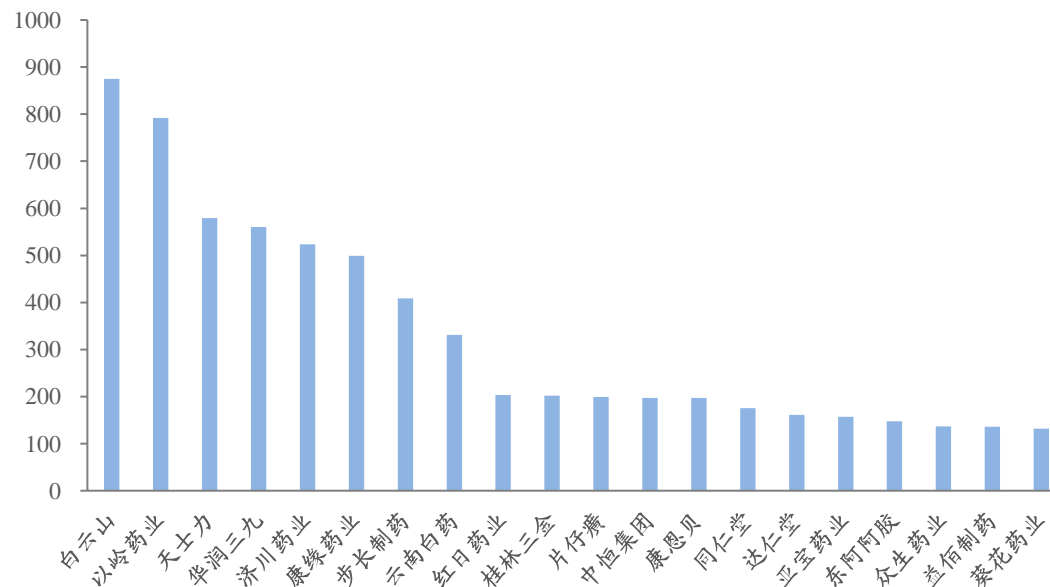
中药企业研发费用投入逐年提升，助力新产品上市

- 选取申万中药70余家中药公司，2018-2022年Q3，总研发费用投入逐年提升，尤其是2019年、2021年的研发投入提升较明显，2019年同比增长21%，2021年同比增长16.5%，2022年前三季度依然保持20%的增长态势。
- 2018-2021年，研发费用率（总研发费用/总营业收入）也呈现逐年提升态势。
- 从研发投入绝对额上来看，年研发费用超过5亿分别：白云山、以岭药业、天士力、华润三九、济川药业、康缘药业位居行业前列

2018-2022年Q3中药企业研发费用投入逐年提升



2021年研发投入金额TOP20中药企业

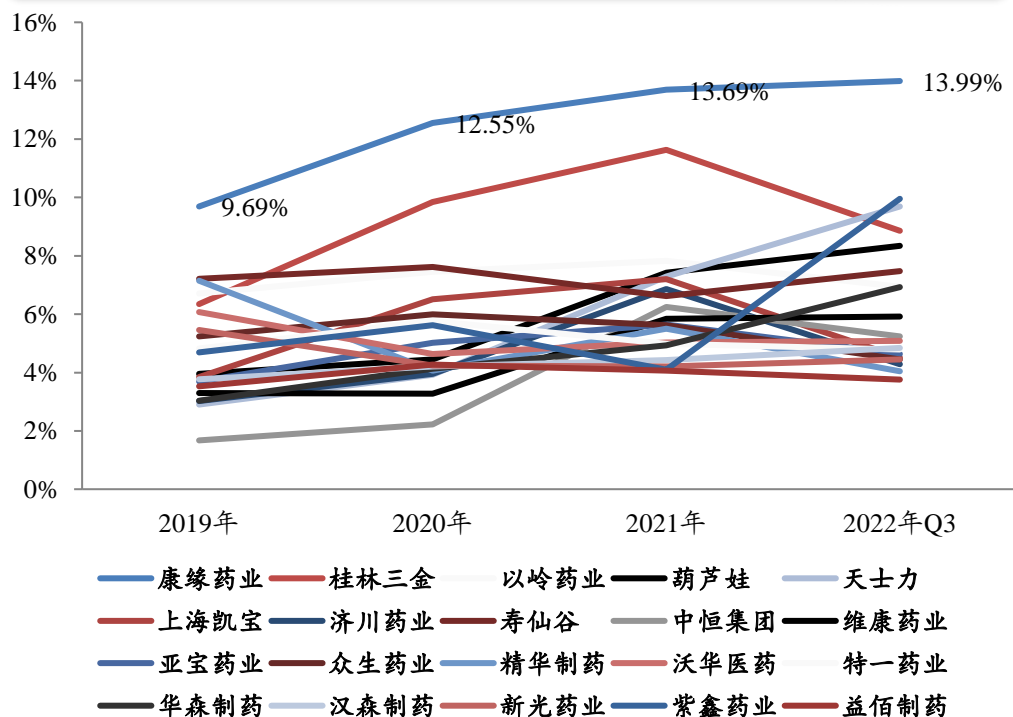


数据来源：药监局，东吴证券研究所

中药企业研发费用投入逐年提升，助力新产品上市

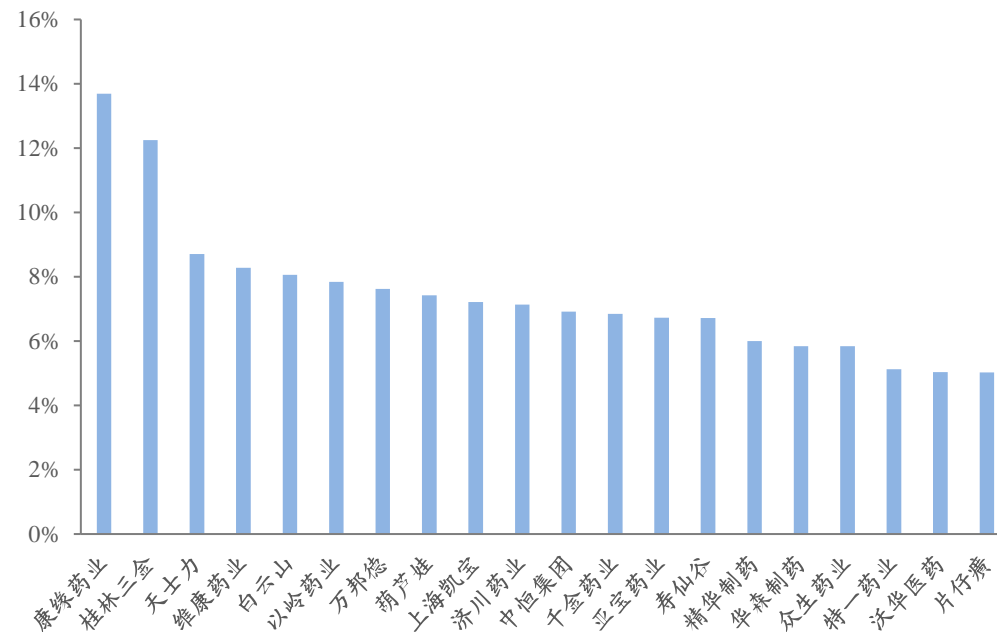
- 从研发费用率来看，康缘药业位居行业首位，且呈现逐年提升的趋势，研发费用率由2019年的9.69%提升至2021年的13.69%。研发费用率位居行业前列的企业为康缘药业、桂林三金、以岭药业、葫芦娃、天士力等。
- 考虑到部分企业营收中医疗商业或其他业务占比较大，对比不同企业研发费用占医药工业/医药制造行业收入的比例，康缘药业、桂林三金、天士力、维康药业、白云山、以岭药业、万邦德、葫芦娃、上海凯宝、济川药业位居行业top10。

2021年研发费用率TOP20中药企业



数据来源：wind，东吴证券研究所

2021年研发费用率（调整后）TOP20中药企业



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：调整后的研发费用率=研发费用/医药制造业相关收入

政策支持+研发投入增加，中药新药数量不断增加

2016年-2022年上市的中药创新药

获批日期	名称	持有人	适应症
2022/12/28	参葛补肾胶囊	新疆华春生物药业	益气，养阴，补肾，适用于轻、中度抑郁症中医辨证属气阴两虚、肾气不足证
2022/12/28	芪胶调经颗粒	湖南安邦制药	具有益气补血、止血调经功效，用于上环所致经期延长中医辨证属气血两虚证
2022/12/28	苓桂术甘颗粒	江苏康缘	具有温阳化饮，健脾利湿功效
2022/12/23	黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	康恩贝	清心泻火，用于心脾积热所致轻型复发性口腔溃疡
2022/10/9	散寒化湿颗粒	江苏康缘	用于寒湿郁肺所致疫病
2022/07/06	广金钱草总黄酮胶囊	人福医药	尿结石症
2022/01/14	淫羊藿素软胶囊	北京盛诺基医药	肝细胞癌
2021/12/31	七蕊胃舒胶囊	健民集团	轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛的治疗。
2021/12/16	解郁除烦胶囊	以岭药业	轻中度抑郁症中医辨证属气郁痰阻、郁火内扰证
2021/12/16	虎贞清风胶囊	一力制药	轻中度急性痛风性关节炎中医辨证属湿热蕴结证
2021/11/26	玄七健骨片	方盛制药	轻中度膝关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证
2021/11/26	芪蛭益肾胶囊	凤凰制药	早期糖尿病肾病气阴两虚证
2021/11/26	坤心宁颗粒	天士力	女性更年期综合征中医辨证属肾阴阳两虚证
2021/11/10	银翘清热片	康缘药业	外感风热型普通感冒
2021/9/14	益气通窍丸	东方华康	季节性过敏性鼻炎中医辨证属肺脾气虚证
2021/9/1	益肾养心安神片	以岭药业	失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证
2020/5/19	莲花清咳片	以岭药业	急性支气管炎属痰热壅肺证
2020/4/14	筋骨止痛凝胶	康缘药业	筋骨麻木；腰腿臂痛；跌打损伤
2020/3/19	桑枝总生物碱片	北京五和博澳药业	2型糖尿病
2019/12/23	小儿荆杏止咳颗粒	方盛制药	小儿外感风寒化热型轻度急性支气管炎引起的咳嗽、咯痰、痰黄、咽部红肿、发热
2019/12/18	芍麻止痉颗粒	天士力	抽动-秽语综合征；慢性抽动障碍
2019/1/3	金蓉消癖颗粒	广州市康源药业	乳腺增生病
2018/2/2	关黄母颗粒	通化万通药业	更年期综合征肝肾阴虚证
2017/8/29	丹龙口服液	浙江康德药业集团	中医热喘证，支气管哮喘
2016/9/9	金花清感颗粒	聚协昌（北京）药业	单纯型流行性感胃轻症，中医辨证属风热犯肺证者；还可用于新型冠状病毒肺炎中的轻型、普通型
2016/2/4	生姜总酚软胶囊	湖南三金制药	治疗晕动病，中医辨证为胃气虚寒、痰浊中阻证的患者

中药创新药龙头企业在研管线丰富，未来增长动力强劲

- 研发能力位居行业前列的中药创新药企业，研发管线丰富。
- 康缘药业管线储备数量位居首位，研发效率和质量持续提升，2022年获批两个中药新药，公司在研管线丰富，目前有处于三期临床的中药创新药3个，累计25个；天士力、以岭药业、方盛制药紧随其后，均有较多的产品储备。

中药创新药企业在研管线（仅列示中药创新药）

集团	药品名称	申请临床	批准临床	一期临床	二期临床	三期临床	集团	药品名称	申请临床	批准临床	一期临床	二期临床	三期临床	申请上市	
康缘药业	补髓益智颗粒	√					天士力	九味化斑丸		√					
	梔黄贴膏	√						木香通胃片		√					
	紫金化毒栓	√						奇生胶囊		√					
	肉苁蓉总糖醇提取物		√					首乌丹参滴丸		√					
	冠心平颗粒		√					加参片			√				
	固天泉胶囊		√					肠康颗粒				√			
	九味疏风平喘颗粒		√					脊痛宁片				√			
	坤舒泡腾片		√					连夏消痞颗粒				√			
	六味通塞脉微丸胶囊		√					芪苓温肾消囊颗粒				√			
	清补肾炎片		√					三黄睛视明丸				√			
	七味癸宝颗粒		√					中风回语颗粒				√			
	山黄祛痛喷雾剂		√					T89(复方丹参滴丸)						√	
	注射用藤黄酸		√					安神滴丸						√	
	心三丹胶囊		√					醒脑滴丸						√	
	枣柏安神颗粒		√					柴苓通淋片		√					
	泽泻醇有效部位提取物		√				藿夏感冒颗粒		√						
	泽泻降脂胶囊				√		周络通胶囊		√						
	苁蓉润通口服液					√	津力糖平片					√			
	静脉炎颗粒					√	连花定喘片					√			
	金黄凝胶					√	小儿连花清感颗粒					√			
	麻杏止咳颗粒					√	百灵安神片						√		
	芪白平肺颗粒					√	柴黄利胆胶囊						√		
	芪桂痛风片					√	连花急支片						√		
	双鱼颗粒					√	络痹通片						√		
	正宫胶囊					√	玉屏通窍片						√		
参蒲盆炎颗粒						健胃祛痛丸					√				
健肾片						蛭龙通络片					√				
紫辛鼻鼈颗粒						复方银杏叶片						√			
						妇炎乐胶囊						√			
						诺丽通颗粒							√		

三、医保支付端：中药、中医服务纳入医保范围，中成药集采降幅温和

中医药机构、中药、中医医疗服务纳入医保支付范围

■ 医保局重磅政策出台，中医药机构、中药、中医医疗服务纳入医保支付范围

- 2021年12月31日，为贯彻落实习近平总书记关于中医药工作的重要论述，**继承好、发展好、利用好中医药的具体措施，切实提高政治站位**，国家医保局、国家中医药管理局出台《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，进一步扩大中医药医保覆盖范围，提出将符合条件的**中药、中医医疗机构、中药零售药店**纳入医保定点协议管理。
- 从国务院的顶层设计，到药监局对中药创新药审批的加速、再到医保局将中药饮片、制剂，中医医疗服务项目，中医医疗机构等纳入医保，国家从政策层面层层递进，充分表明我国对于中医药传承创新发展的重视与支持。

《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》部分内容

中医医疗机构	中药	中医医疗服务项目
<ul style="list-style-type: none"> • 中医(含中西医结合、少数民族医, 下同)医疗机构、中药零售药店等纳入医保定点协议管理 • 定点中医医疗机构纳入异地就医直接结算定点范围 • 提供中医药服务的基层医疗卫生机构和康复医院、安宁疗护中心、护理院以及养老机构内设中医医疗机构纳入医保定点管理 • 可不执行DRG 	<ul style="list-style-type: none"> • 符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录 • 符合条件的民族药、医疗机构中药制剂和中药饮片纳入本地医保支付范围 • 中药饮片加价不超过25%进行销售 • 参保患者用药的渠道拓展到定点零售药店 	<ul style="list-style-type: none"> • 疗效确切、体现中医特色优势的中医适宜技术纳入医保支付范围 • 医保支付对中医医疗服务项目不得设置不合理限制 • 符合疫情诊疗规范的中医药费用按规定纳入医保支付范围的机制 • 开展互联网诊疗的定点中医医疗机构，提供的“互联网+”中医药服务纳入医保支付范围

国家及各省医保局鼓励中药发展政策

文件名称	颁布部门	颁布时间	主要内容
《关于医保支持中医药传承创新发展的若干措施》	福建省医保局 湖南省健康委员会	2022年11月	(1) 及时将符合条件的 定点中医医疗机构纳入异地就医直接结算范围 ； (2) 对中医医疗服务收入占医疗服务收入（不含药品、耗材、检查、化验收入） 比例≥50% ，或者中医特色指标考核优异的中医类医院， 可采取降低起付标准或提高报销比例等方式予以鼓励支持 ； (3) 遴选中医特色明显、治疗路径清晰、费用稳定的中医优势病种， 实施按病种收付费 ；探索对康复医疗、安宁疗护等需长期住院治疗的 中医优势病种开展按床日付费 ； (4) 支持分级诊疗制度体现中医药特点， 实行向基层倾斜的医保起付标准和报销比例 ，鼓励基层医疗卫生机构提供适宜的中医药服务，引导群众优先选择基层中医药服务。
《关于进一步加强医疗保障支持中医药传承创新发展的若干政策措施的通知》	湖南省医保局 湖南省中医药管理局	2022年11月	指出要根据基金承受能力和临床需要，鼓励中药饮片剂型创新和医疗机构制剂使用，全省统一按程序 将符合条件的中药饮片、民族医药、医疗机构中药制剂纳入医保支付范围，建立动态调整机制 。
《关于印发医保中药配方颗粒统一编码规则和方法的通知》	医保局	2022年8月	随着医保中药配方颗粒统一编码规则和方法的标准工作的完成， 各省和医保目录对可支付中药配方颗粒的认定将进一步加深 ，对完善中药配方颗粒的充分推广使用、适时落地集采都有直接、根本的支持。
《关于将部分中药配方颗粒纳入我省基本医疗保险、工伤保险和生育保险基金支付范围的通知》	安徽省医保局	2022年7月	将巴戟天等343个 中药配方颗粒 （其中符合国标196个、省标147个）纳入医疗保险支付范围。
《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	医保局、人力资源社会保障部	2022年1月	《2021年药品目录》自2022年1月1日起正式执行，目录中除了部分化药和中成药，还有两款中药注射剂：丹红注射液和注射用血塞通（冻干）。丹红注射液也成为唯一一个突破二级以上医院使用限制的中药注射液。 国家对中药注射液剂的限制开始释放缓和信号 。
《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》	医保局	2021年12月	正式启动按疾病诊断相关分组（DRG）/病种分值（DIP）支付方式改革三年行动计划。中药和中药注射剂收到DRG改革的影响较小。由于中药和中药注射剂具有起效慢、疗效不确切、价格相对较贵且多数为辅助用药等特点，无法与DRG在临床使用上的各项严格规定相符合。
《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	医保局 中医药管理局	2021年12月	将 经国家谈判纳入医保目录的中成药配备、使用纳入监测评估 。充分利用“双通道”药品管理机制，将参保患者用药的渠道拓展到定点零售药店。开展互联网诊疗的定点中医医疗机构，按规定与统筹地区医保经办机构签订补充协议后，将其提供的 “互联网+”中医药服务纳入医保支付范围 。

医保谈判：新增15个中药新药通过形式审查，7个中药创新药品种谈判成功

- 2022国家医保目录通过形式审查名单公布：50个中成药通过初步形式审查，目录内外各有35个、15个。15个目录外中成药中，除了益心酮滴丸涉及5家生产企业，其余品种均为独家中成药。
- 医保药品目录调整分为企业申报、形式审查、专家评审、谈判竞价等环节，下一步的专家评审环节，通过评审的独家药品要经过谈判、非独家药品要经过竞价，只有谈判或竞价成功才能被纳入目录。**最终7个中药创新药产品谈判成功。**

序号	企业名称	药品名称	是否独家	申报条件	治疗类别
1	方盛制药	玄七健骨片	是	目录外条件1	消肿止痛用药
2	以岭药业	解郁除烦胶囊/益肾养心安神片	是	目录外条件1	抗抑郁药/安神补脑药
3	康缘药业	银翘清热片	是	目录外条件1	感冒用药
4	天士力	坤心宁颗粒	是	目录外条件1	妇女更年期用药
5	健民集团	七蕊胃舒胶囊	是	目录外条件1	胃药(胃炎、溃疡)
6	凤凰制药	芪蛭益肾胶囊	是	目录外条件1	糖尿病用药
7	中国中医科学院	清肺排毒颗粒	是	目录外条件1,3	呼吸道疾病其它用药

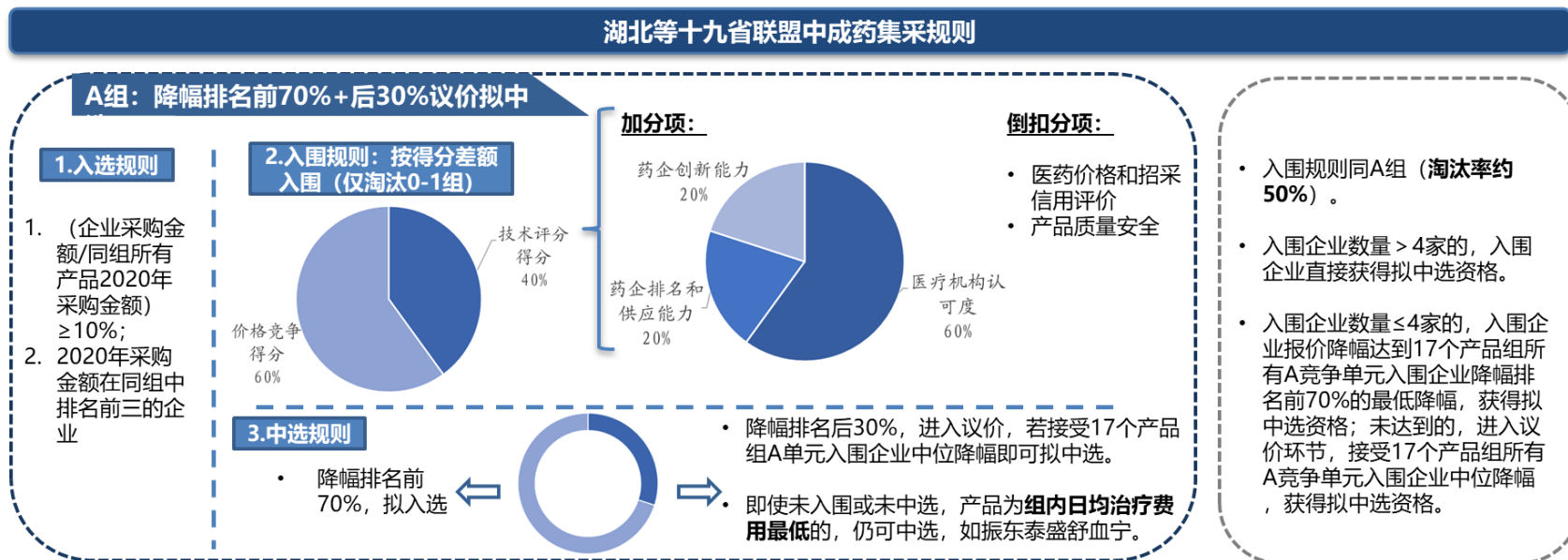
续约产品：共35个通过形式审查的目录内中成药产品，全部成功续约

序号	企业名称	药品名称	是否独家	治疗类别
1	绿谷制药	注射用丹参多酚酸盐	是	心血管疾病用药
2	金诃藏药	安儿宁颗粒	是	儿科止咳祛痰用药
3	杭州中美华东	百令胶囊	是	壮腰健肾药
4	陕西健民制药	参龙宁心胶囊/蛭蛇通络胶囊	是	心血管疾病用药/脑血管疾病用药
5	扬子江药业	柴苓清宁胶囊/蓝苓口服液	是	感冒用药/咽喉用药
6	济川药业	川芎清脑颗粒/甘海胃康胶囊	是	头痛药(偏头痛)/胃炎
7	神威药业	丹灯通脑软胶囊/降脂通络软胶囊	是	脑血管疾病用药/降脂用药
8	奇正藏药	红花如意丸/如意珍宝片	是	妇科炎症用药/脑血管疾病用药
9	康臣药业	缓痛止泻软胶囊/鸡骨草胶囊	是	肠道用药/肝病用药
10	长白山制药	蒺藜皂苷胶囊/康艾注射液	是	脑血管疾病用药/肿瘤相关用药
11	方盛制药	小儿荆杏止咳颗粒	是	儿科止咳祛痰用药
12	康缘药业	筋骨止痛凝胶	是	消肿止痛用药
13	真奥金银花药业	金银花口服液	是	清热解毒用药
14	云南名扬药业	熊胆舒肝利胆胶囊	是	肝病用药
15	康莱特药业	康莱特注射液	是	抗肿瘤药

序号	企业名称	药品名称	是否独家	治疗类别
16	汉森制药(永孜堂制药)	利胆止痛胶囊	是	胆道用药
17	以岭药业	连花清咳片	是	止咳祛痰平喘用药
18	澳利达奈德制药	牛黄清感胶麦	是	感冒用药
19	长春高新(华康药业)	清胃止痛微丸	是	胃药(胃炎、溃疡)
20	幸福制药	热炎宁合剂	是	清热解毒用药
21	五和博澳药业	桑枝总生物碱片	是	糖尿病用药
22	天士力	芍麻止痉颗粒	是	儿科其它用药
23	华康药业	疏清颗粒	是	儿科感冒用药
24	步长制药(天浩制药)	通脉降糖胶囊	是	糖尿病用药
25	江苏九旭药业	五虎口服液	是	消肿止痛用药
26	中惠药业	五味苦参肠溶胶囊	是	肠道用药
27	广育堂国药	小儿牛黄清心散	是	儿科惊风药
28	云南腾药	心脉隆注射液	是	心血管疾病用药

省际联盟中成药集采落地，从规则到结果均较为温和，量大者更具优势

涉及范围	规则	中选情况
<p>广东6省联盟集采</p> <p>275家企业参加，涉及132个品种663个产品</p>	<p>(1) 进行了剂型合并，按服用总天数占比将企业划分为AB两个采购单，分拟中选和备选；</p> <p>(2) 要求按日治疗费用报价，实行订单采购和全国最低价双限价，梯度报价P1P2，要求P1降幅$\geq 1\%$，P2降幅$\geq P1$且$\geq 11\%$；</p> <p>(3) 按照降幅约定定量，每降价1%获得5%预采购量；</p> <p>(4) 规定中选要求的降幅比例，非独家产品拟中选要求降幅在前50%，独家产品拟中选要求降幅在前70%或降幅$\geq 21\%$</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 集采企业中选率63%，产品中标率为54.45%； ➢ 中选价格平均降幅32.5%，最高降幅90.9%； ➢ 30个独家品种降价幅度约为21.8%，独家产品降幅较小
<p>湖北等十九省联盟中成药集采</p> <p>涵盖17个产品组76种药品，采购规模近100亿元</p>	<p>湖北等十九省联盟规则比广东等六省联盟集采规则更加清晰明了，头部量大企业更具优势。</p> <p>(1) 头部量大企业直接进入A组（淘汰率低）；(2) 由于其前期先发优势，在“医疗机构认可度”、“药企排名和供应能力”这两项中可获取较高评分，故其降价意愿相对较低；</p> <p>(3) 头部企业入围较为容易前提下，即使降幅排名靠后仍有议价机会，且议价条件也较为温和。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 中选率达62%，中选价格平均降幅42.27%，大部分品种降幅在30%-50%，部分产品的降幅甚至低于5%（振东泰盛的舒血宁降幅为0）



中成药集采提速扩面进入新阶段，北京、江苏中成药集采政策温和

	涉及范围	规则	中选情况
北京中成药集采	122家企业参加，涉及241个品规	<p>按照分类施策的原则</p> <p>(1) 将市场竞争较为充分的64个药品纳入带量联动药品范围，联动全国各省级或省际联盟带量采购价格水平，按照带量分包的方式，通过购销双方互相选择，确定中选药品，实行带量采购；</p> <p>(2) 市场竞争相对不足的20个药品纳入带量谈判药品范围，根据全国各省级或省际联盟带量采购价格水平，制定药品成交参考价，通过邀请议价、量价挂钩的方式进行带量谈判</p> <p>(3) 先入围再报量、用平均价做比较梯度分量，即与平均水平相比，每差距增加1倍，约定任务比例减少10%，最多减少50%</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 59个中成药，中选率约70%；平均降价幅度约为23%左右； ➢ 除银杏胶囊等竞争激烈品种，总体降价幅度相对温和，尤其是独家品种降价幅度小，例如连花清瘟颗粒10包规格中标价23.3元（降价1%），15包中标价34.95元（降价1%）。
江苏第三批药品集采	独家/非独家品种	<p>(1) 独家产品：报价不高于全国最低价的，拟中选。独家品种在最低价省份中选的，带自身80%意向量；在最低价省份备选的，带自身30%意向量，在此基础上，降幅每增加1%，带量比例增加5%</p> <p>(2) 非独家品种：报价最低的TOP40%或降幅达50%。按报价由低至高排序，排名在同组前40%的企业拟中选，同组中选企业数最多不超过3家。报价相同时，医药工业主营业务收入排名靠前的优先；降幅达到50%的，拟中选且中选企业数量不限</p> <p>(3) 进行组间/组内价格纠偏，进行价格平衡</p>	<p>采购量分配方式既锁定了价格价低的中选产品，同时也给医疗机构一定的自主选择权。</p>

中药饮片联采：优质优价，降价温和

整体评审及竞价规则充分体现“**保质、提级、稳供**”的思路，力争“**优质优价**”，降价相对温和，同时提出更高的饮片标准。

(1) 从评审指标来看，首轮**报价占15分**，规则中更加注重饮片质量控制及供应能力，其中，申报品种供应能力（20分）占比最高、种植养殖基地（15分）、追溯体系（10分），联盟医药机构覆盖（10分），加分项也侧重供应保障承诺（10分）、道地药材（5分），体现出保质、稳供的整体思路。

(2) 竞价规则方面，根据有效申报企业的顺位，确定入围竞价报价环节的企业名单。最高有效价由专家组参照入围竞价报价产品的首轮报价的算数平均值论证确定，划定方式较为公允，且不能出现选货和统货质量层级不符的情况。第二轮报价的降幅 $\geq 20\%$ ，能获得拟中选资格，对于第二轮报价 \leq 最低申报价的1.2倍，除第二轮报价降幅最小且未达到20%产品，其他拟中选。

中成药全国集采征求意见稿出台，规则相对温和

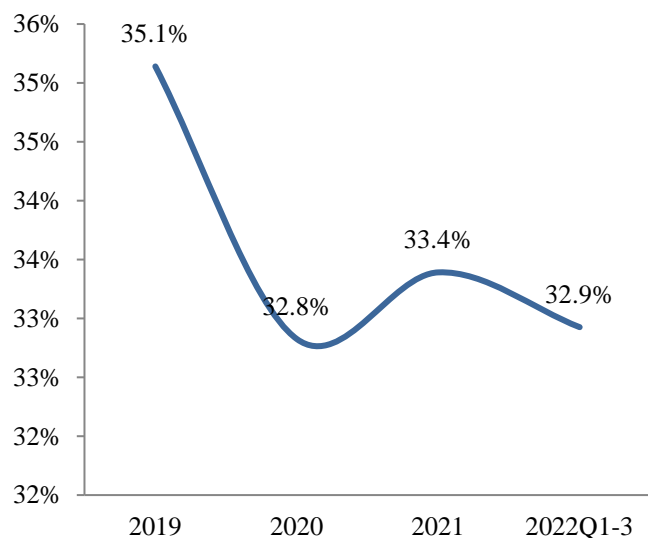
- 集采42个非独家品种，涉及上市公司较少：本次集采仍由湖北牵头，覆盖30个省级单位，共包含16个采购组42个品种，根据样本医院数据，采购金额接近100亿元。其中涉及上市公司及产品主要包括悦康药业（悦康通）、方盛制药（藤黄健骨片）、华润三九（华蟾素片）、贵州益佰（银杏达莫、复方斑蝥胶囊）、大理药业（醒脑静）等，整体涉及上市公司较少，其中方盛制药藤黄健骨片日均费用已为同类产品中低位，我们认为在此次集采规则下有望实现温和降幅。
- 规则更加完善，增加复活机制，增加降幅预期较为温和：本次全国中成药集采延续21年湖北19省联盟集采规则，分AB组，降幅分+技术分等。在第一次湖北集采规则下，完善了基准价（2022年9月8日之前的挂网价）、解决了不同规格价格倒挂问题、**设置了40%的托底价格**，即在满足1.8倍日均费用限价情况下，只要降幅超过40%即可中选。**即使未能直接中选，也提供了议价拟中选、增补拟中选两个梯队的中选方式。**

	涉及范围	中选规则	采购量分配方式
全国中成药集采（湖北牵头）	含有16个类别 42个产品	<p>(1) 集采竞价组分为AB单元，主要看2021年采购金额排序，累计采购额达到同采购组总金额80%的企业进A组，其余进B组</p> <p>(2) A组：如果降幅排名在前70%或报价降幅超过40%，那么可以直接获得拟中选资格；如果以上条件不满足，“复活机制”如下：只要接受A组入围企业降幅前50%的最低降幅，即可获得议价拟中选资格</p> <p>(3) B组：日均费用不超过均值的1.8倍，且降幅排名在前70%的最低降幅或报价降幅超过40%，那么可以直接获得拟中选资格；进入议价环节，只要接受A组入围企业降幅前50%的最低降幅，即可获得议价拟中选资格</p> <p>(4) 增补拟中选：未入围或未中选的有效申报企业，技术评价指标无倒扣分，符合以下两个条件之一就可获得增补拟中选资格：1) 报量产品总服用天数达总天数的70%，且代表品日均费用不超过5元，并接受所有A组降幅前70%最低降幅；2) 技术评分达到100分，且接受所有A组降幅前70%最低降幅。</p>	<p>(1) 直接拟中选：降幅最高的中选产品按100%采购需求量分配；其他按90%分配；</p> <p>(2) 议价拟中选：按70%分配</p> <p>(3) 增补拟中选：按50%分配</p> <p>(4) 待分配量：40%分配给同次啊狗组日均费用最低或降幅最高的企业</p> <p>(5) 采购周期内，联盟地区对未在中选企业申报的“供应清单”产品予以暂停挂网。未中选产品和未有中选企业的采购组药品均纳入联盟地区监控管理。医疗机构采购未中选产品不得超过同采购组实际采购量的10%；确需使用未有中选企业的采购组药品，须向医保部门提出采购需求并说明情况，实际采购量不得超过采购需求量的50%，</p>

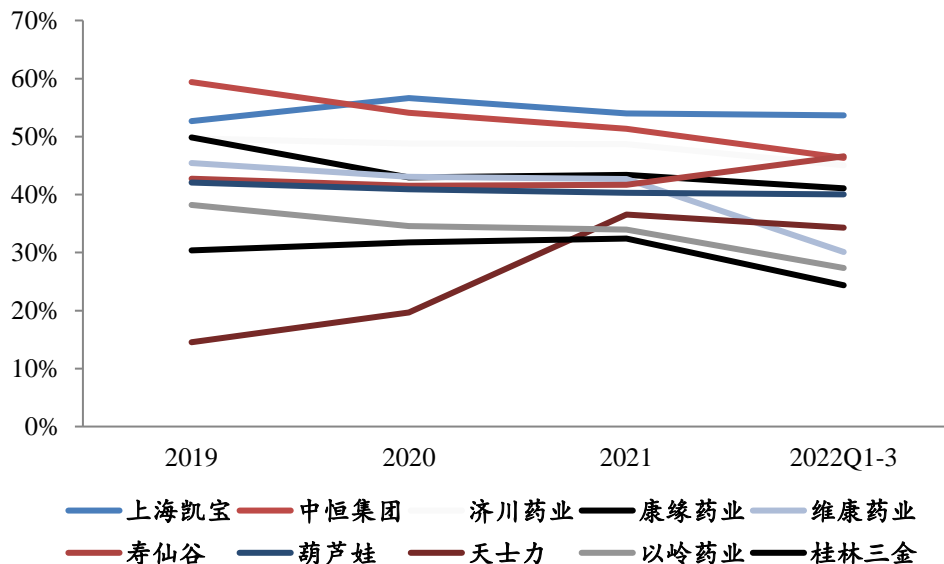
主流中成药公司销售费用率情况

- 各企业销售费用率相差较大，2021年，中药企业销售费用率平均为33.4%；2019年到2022年Q3，行业平均销售率呈现下降趋势，从2019年的35%下降至2022年Q3的32.9%。在集采背景下，部分中成药企业销售费用率有望有所降低。
- 对于研发费用率位于行业前10的企业，其销售费用率略高于行业平均水平，平均销售费用率为43%

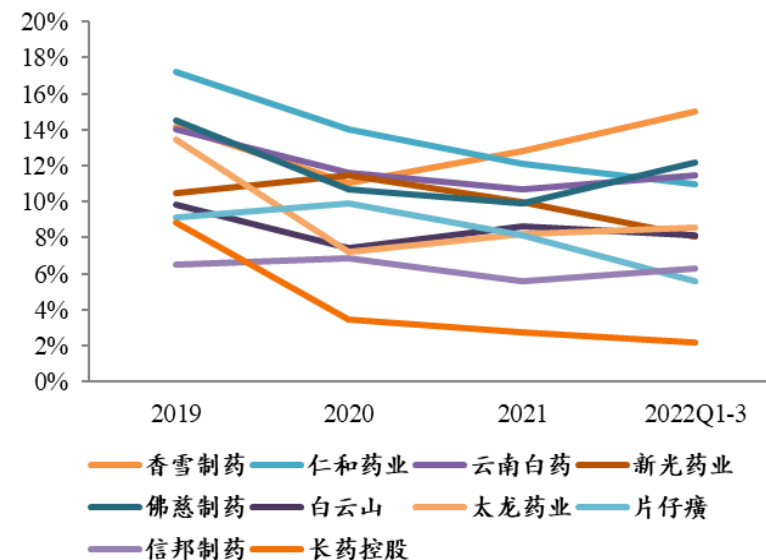
2019-2022Q3中药企业平均销售费用率



2021年研发费用率TOP10中药企业的销售费用率情况



2021年研发费用率最低的10家企业



四、值得期待的行业催化剂：基药目录调整

基药目录调整在即，“986”政策刺激中药放量

■ 基药目录中成药占比逐步提高，新版调整在即

- 自1977年WHO首次提出基本药物理念后，全球已有160多个国家制定了本国的《基本药物目录》，其中105个国家制定和颁布了国家基本药物政策。我国从1979年开始引入“基本药物”的概念，到2018版（685）基药目录，一共发布过五版。
- 2018版基药目录共调入药品187种，调出22种（其中有17个为化药），目录总品种数量由原来的520种增加到685种，其中西药417种、中成药268种。中成药数量占比进一步提升至39.12%。
- 直到2018年版基药目录，才将儿科单独划分一类，2018年基药目录儿科用药中，化药仅有3种，中成药有六大类13种。

历次基药目录调整

目录版本	发布年份	目录组成 (个)		目录总数 (个)	是否纳入中药饮片	中成药数量占比
		化药及生物制品	中成药			
第一版	1981	278	-	278	否	-
第二版	1996	699	1699	2398	是	-
2009版	2009	205	102	307	是	33.22%
2012版	2012	317	203	520	是	39.04%
2018版现行	2018	417	268	685	是	39.12%

数据来源：各版本基药目录，东吴证券研究所

各版基药目录中成药数量对比

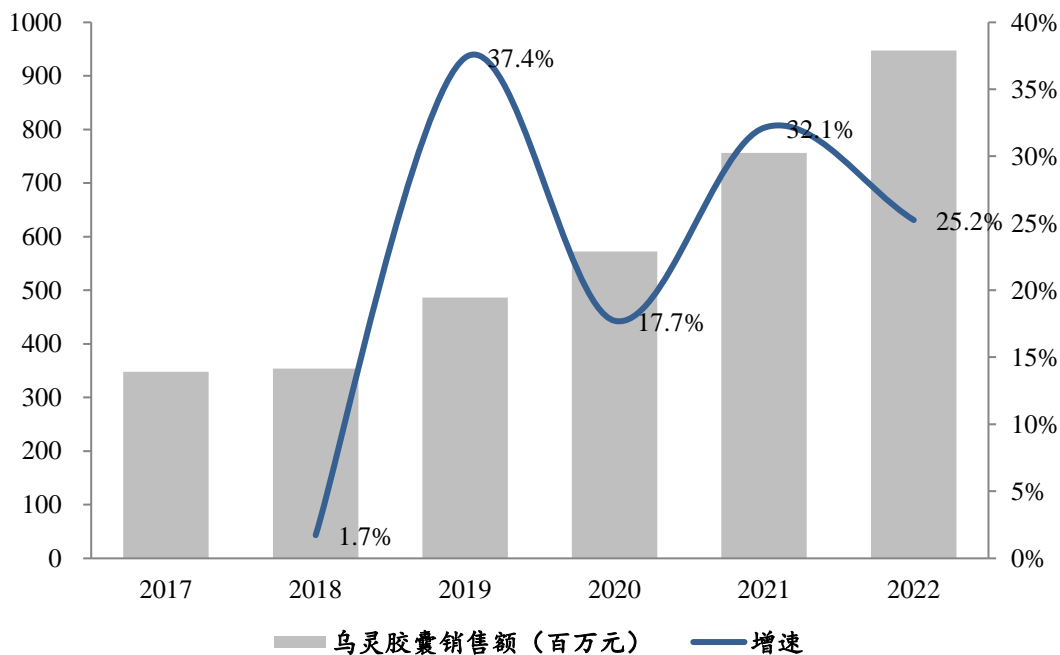
类别	2009数量 (个)	2012年数量 (个)	2018年数量 (个)
内科用药	73	137	166
外科用药	7	11	21
眼科用药	8	20	8
妇科用药	2	7	24
耳鼻喉科用药	4	13	18
骨伤科用药	8	15	18
儿科用药	-	-	13
合计 (个)	102	203	268

数据来源：各版本基药目录，东吴证券研究所

基药目录调整在即，“986”政策刺激中药放量

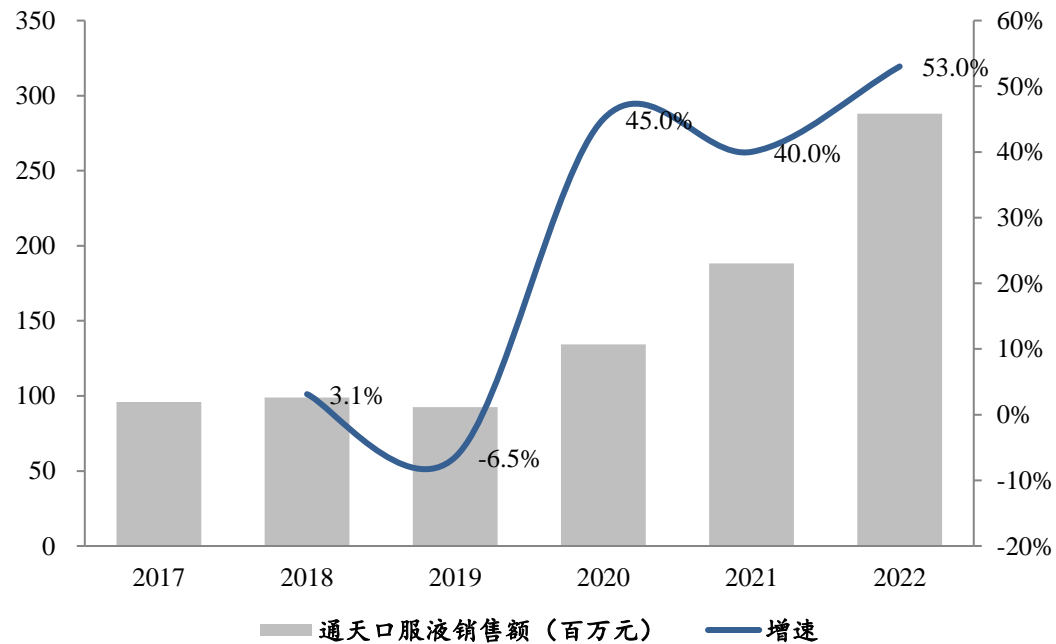
- 基药目录中成药占比逐步提高，“986”政策刺激中药放量。中成药作为基药目录的重要成分，有望借此加速放量。
- 以乌灵胶囊、通天口服液为例，2018年进入基药目录后，2019-2021年销售额的复合增速显著提升：2018年，乌灵胶囊销售额同比增长2%，进入基药目录后，2019-2022年的复合增速为25%；2018年通天口服液的销售额同比增长3.1%，2019-2022年的复合增速提升至46%。

乌灵胶囊销售额（百万元）及增速



数据来源：基药目录，中康开思，东吴证券研究所

通天口服液销售额（百万元）及增速



数据来源：基药目录，中康开思，东吴证券研究所

- 1) 品牌中药：重点推荐太极集团、华润三九、佐力药业，建议关注东阿阿胶、康恩贝、寿仙谷等
- 2) 中药创新药：重点推荐康缘药业、方盛制药，建议关注以岭药业、天士力、健民集团、新天药业等
- 3) 国企改革相关：重点推荐太极集团，建议关注昆药集团、达仁堂、康恩贝等
- 4) 配方颗粒：建议关注红日药业等

- **公司“338”产品矩阵优异，制药板块业绩稳步增长。**2022年，公司主业收入增长近20%，快于公司整体收入增速。其中小儿荆杏止咳颗粒、强力枇杷膏（蜜炼）/露等产品的销售收入同比增长均超过170%；化药方面，依折麦布片、奥美拉唑肠溶片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片等产品的销售收入同比增长140%以上。分产品来看，心脑血管用药收入4.5亿元（+50.8%），呼吸系统收入1.4亿元（+230.8%），儿童用药实现收入1.51亿元（+16.5%），抗感染用药收入0.96亿元（+24.2%），产品增长表现良好，骨科产品受到疫情进院影响，收入同比下滑7.93%。各产品终端覆盖比例的提升，有望为主业增长夯实基础。
- **公司持续聚焦主业，盈利能力逐步提升。**佰骏医疗2022年全年亏损0.8亿元，影响归母净利润-0.27亿元，自2022年Q4，佰骏医疗不再纳入合并报表范围内，2023年对公司利润端的拖累大幅降低。基于产品结构的优化以及非核心资产的剥离，公司盈利能力进一步提升，2022年销售毛利率提升至67.28%，较2021年提升3.23pct，扣非后的销售净利率为5.94%，同比提升1.92pct。
- **加强中药创新药研发，依托学术研究进一步提升产品力。**2022年公司研发投入7040万元，同比增长37%，研发费用率提升0.62pct。截至2022年底，1.1类中药创新药产品诺丽通颗粒完成3期临床，2023年中有望获批。此外，蛭龙通络片已完成二期临床，益气消瘤颗粒、妇科止血消痛颗粒处在药学研究阶段。已上市产品中，藤黄健骨片、金英胶囊、跌打活血胶囊完成了临床综合评价报告，小儿荆杏止咳颗粒纳入专家共识等，产品力在学术加持下进一步提升。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2023-2025年收入为18.40/24.62/30.47亿元，归母净利润为1.63/2.36/3.03亿元，对应当前市值的PE为35/24/19X。考虑到在中医药行业利好政策频出的背景下，公司核心产品有望持续放量，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品放量不及预期风险，政策风险，竞争加剧风险，产品研发不及预期风险等。

- **中药创新药引领者，强研发支出打造丰富的产品梯队与在研产品：**公司是我国中药创新药引领者，多年来研发投入不断加强，22年研发费用率14%（18年为8%），近5年始终高于同类公司。目前拥有203个批件，43个中药独家品种；47个18版基药品种，其中独家品种为6个。截至22年底，公司有23款中药新药处于申请临床及以上阶段，三期临床3个，二期临床12个；同时公司注重研发成果转化，21-22年间已有3个中药新药获批（共19个），领先于同类上市公司。
- **基药品种驱动业绩新增长，新版目录有望纳入2-3个新品种：**公司依托“基药986”使用原则，持续释放基药品种发展潜能，七大基药为代表的口服品种销售额2022年已占到公司总收入的66%（前值为56.61%），助力公司销售结构改善。其中金振口服液在纳入基药目录后持续快速放量，2022年增速超过70%，销售额突破10亿元，在儿科中成药领域已占据稳固地位。考虑到我国儿科用药短缺现状，未来金振口服液销售额有望突破20亿元；杏贝止咳颗粒等其余产品目前基数较小，但增长迅猛，未来有望成长为5亿级。此外，新版基药目录调整在即，参照历史情况，我们认为新版基药目录有望新纳入公司2-3个独家品种，进一步拓宽公司独家基药产品群。
- **中药注射剂型行业触底反弹，大单品二萜内酯、热毒宁业绩修复明显：**中药注射剂样本医院销售额21年降幅已收窄至1.6%（20年降幅为29%），此外中药注射剂在疫情中得到认可、丹红解除限制等均表明中药注射剂行业已触底反弹。公司大单品二萜内酯21年销量突破1000万支，基本抹平医保续约降价的缺口，考虑到二萜内酯有效成分、临床认可度高等优势，未来销售额有望突破20亿元；热毒宁同样止住下滑，22年院端恢复明显，并在以往薄弱西北地区快速放量，对标喜炎平销售情况，热毒宁销售额未来有望重回10亿元。
- **销售体系改革不断深化，助力公司将产品优势转化为业绩成果：**公司自2021年以来持续进行营销体系改革，1)由各主管组建销售团队，实行医院主管负责制；2)淘汰末尾人员，2021年销售人员人均创收大幅提高至126万元（同比增加74%）；3)医院主管团队内部区分口服和注射剂；4)发布股权激励计划，激发团队积极性。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司2023-2025年归母净利润5.52/6.89/8.48亿元，对应当前市值对应2023-2025年PE分别为33/27/22倍，我们看好公司作为中药创新龙头的长期发展，维持“买入”评级。
- **风险提示：**重大政策变更风险，市场竞争加剧风险，研发进展不及预期风险等。

- **投资逻辑：**公司拥有独具优势的“络病证治”理论体系，科技创新能力与主要产品均位于中药行业前列。连花清瘟在疫情中表现亮眼，随着公司对相关研究、产品升级、海外上市的持续推进，该产品有望持续提升公司业绩与知名度。心脑血管产品逆势增长，3大产品均具备坚实的理论与临床基础，势头强劲。在络病理论体系的指导下，公司已形成丰富产品群，在2021中国中药研发实力排行榜中排名第2，营销体制改革有望进一步扩大公司优势。公司具备强大的研发实力，长期增长可期。
- **连花清瘟疫情表现亮眼，有效提升公司业绩与国际知名度。**公司的连花清瘟系我国应对新冠疫情的代表性药物，在防控中发挥积极作用。公司连花清瘟产品2020年实现营业收入42.6亿元，2021年为41.1亿元，在药店管控背景下仍能保持高基数。公司积极推进相关研究与产品升级，连花清瘟相关项目获2020河北省科学技术进步奖一等奖与国家自然科学基金重点项目支持，系列产品产能提升项目已基本完成。在积极拓展国内市场的同时，公司也在不断加快推动中药国际化进程，连花清瘟已在20多个国家和地区获批上市。
- **心脑血管产品逆势增长，市场份额持续提升。**公司研发通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊3个创新专利中药，心脑血管产品2021收入45.3亿元（+44.8%），三大产品市占率提升至17.8%，势头强劲。通心络胶囊系公司该领域的老牌产品，先后入选多个产品指南；参松养心胶囊系首次应用络病理论探讨心律失常发病规律与治疗指导研发的专利中药，具备疗效优势；芪苈强心胶囊为标本兼治慢性心衰的首选中成药，潜力最大。
- **“络病证治”理论体系铸造核心竞争力，营销体制改革扩大优势。**公司形成了独具优势的以络病理论指导临床重大疾病治疗研究，络病理论创新带动专利新药研发的科技核心竞争力。公司建立具有自主知识产权的新药研发体系，科技创新能力居中药行业前列。目前拥有专利新药13个，已形成较为丰富的产品群，其中心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药领域已经处于行业领先地位。公司基于络病理论开展专业化学术推广，三大终端分线精细化管理，成立独立产品事业部，营销体制改革有望进一步扩大公司优势。
- **盈利预测与投资评级：**根据wind一致预期，预计2022-2024年，公司收入为117.13/131.57/150.43亿元，归母净利润为18.66/21.16/24.50亿元，当前市值对应的PE估值为28/24/21倍。
- **风险提示：**产品推广不及预期风险，产品研发不及预期风险等。

- **三大业务板块协同发展，业务拐点已现。** 公司在全球拥有20余家科研中心和11个生产基地，形成了现代中药、化药以及生物药三大板块协同发展的产业布局，已成为中药创新药的龙头企业之一。2022年全年公司实现营业收入85.93亿元，同比+8.06%，其中医药工业实现主营收入71.46亿元，同比+7.39%；公司经历了医药商业业务剥离、新冠疫情影响、投资标的公允价值变动影响，导致过去3年业绩表现不佳。2022年扣非后实现净利润7.22亿元，同比实现18.57%增长，业务拐点已现，清除不利因素后，非经常性负面影响清除后，业绩有望恢复快速增长。
- **核心产品复方丹参滴丸重回增长，“四位一体”研发模式下中药创新药进入收获期。** 复方丹参滴丸新增糖尿病视网膜病变适应症，糖网患者数量高于冠心病患者数量，市场潜力大。2022年，复方丹参滴丸销售量同比增长5.03%。天士力以复方丹参滴丸为品牌，围绕心脑血管领域开发，在有关心脑血管疾病预防、治疗及康复的各个环节共布局18款产品，使公司在中国心脑血管创新药领域处于领先地位。公司快速推进自主研发、产品引进、合作研发、投资市场许可优先权的“四位一体”药物创新研发模式，截至2022年底，公司研发管线中共有41款1类创新药，并有39款药品已进入临床阶段，其中24款已处于临床II、III期研究阶段，如安神滴丸、苏苏小儿止咳颗粒、肠康颗粒、连夏消痞颗粒、芪参益气滴丸（新适应症）、养血清脑丸（新适应症）等中药重磅品种，为后续增长持续提供动力。
- **化学药和生物药稳定发展。** 化药领域，以肝病药物水飞蓟宾胶囊（水林佳）和肿瘤免疫类药物群为核心。他达拉非等新兴品种的上市和高速增长也为公司的化药板块注入了活力。生物药领域，公司主要的上市品种是新一代特异性溶栓药物普佑克；该药物属于国家1类新药，已被纳入国家医保产品。以普佑克为代表的生物药板块的销售额正在稳步提升，其营业收入从2016年的0.38亿元增长到2022年的2.48亿元，年均复合增长率为37%。
- **盈利预测与投资评级：** 根据wind一致预期，预计2023-2025年，公司收入为93.55/102.28/111.60亿元，归母净利润为9.89/11.72/13.43亿元，当前市值对应的PE估值为25/21/18倍。
- **风险提示：** 产品推广不及预期风险，产品研发不及预期风险等。

佐力药业：乌灵系列、百令片、配方颗粒多品种驱动，业绩持续高增长

- **战略聚焦乌灵优质品种，乌灵系列+百令+配方颗粒多品种放量：**公司主要产品为乌灵系列、百令片、中药饮片、中药配方颗粒等；三大基药核心品种院端持续快速放量，围绕一体两翼战略，深耕院端，加大OTC、线上等渠道开拓；根据需求新建产能，解决产能瓶颈；业绩有望保持高增速，预计2022-2024年净利润CAGR约40%。
- **顶层政策支持中医药：**“十四五”规划提出要求，15项指标体现新时期中医药高质量发展目标，10个重点任务明确具体措施，其中明确指出到2025年中医医疗结构达9.5万家（对比2020+31%），二级以上公立综合医院设置中医临床科室的比例90%等要求将持续提升中医市场规模；986基药政策利于基药品种在不同等级医院放量，利于中成药放量；十二大后北京、江苏针对中成药独家产品集采降价幅度有收窄趋势，企业通过规格调整及集采后销售费用下降，实现快速放量，对净利润影响有限。
- **乌灵胶囊有望成为20亿大单品，潜力品种灵泽片有望达到5亿：**乌灵胶囊是公司的独家品种，主要成分为具有高生产壁垒的乌灵菌粉，是公司核心产品之一，2021年收入8.5亿元（+40.2%），稳居2021年公立医院神经类中成药第二。乌灵胶囊不断开拓新适应症，已开展帕金森病、冠心病、功能性胃肠病等新适应症临床研发，且开始老年痴呆（AD）等临床前研究；随着公司深入对乌灵胶囊药理和作用机制的研究，并联合知名医院开展高等级的循证医学研究，未来新适应症拓展空间大。目前乌灵胶囊医疗机构覆盖过万家，且公司在医院端、药店端、线上渠道等共同发力，覆盖率不断上升；预计乌灵胶囊2022-2024年保持25-30%左右增速；有望在2025年成长为20亿大单品。灵泽片是乌灵系列又一大作，主要治疗前列腺相关疾病，潜力大，2022-2024年预计保持35%年复合增速；有望在2027年成为5亿单品。
- **百令片应用范围广，成长空间广阔，配方颗粒将迎来放量：**百令片为发酵冬虫夏草菌粉制剂，临床应用科室范围广，包括肿瘤科、呼吸科、肾科、中医内科、内分泌等领域，适用人群基数大。百令片在2018年纳入基药后迅速放量，2019-2021年销售额复合增长率达21.5%；公司继续深入该品种渠道建设，未来预计保持20%左右稳定增长；长期看有望成为5-10亿级别大品种。中药饮片和配方颗粒是国家重点支持领域，中药饮片不受涨价影响；配方颗粒已有600多个科研专项的企业标准备案，2021年底已建设完成年产能800吨，峰值产值约8亿元；目前公司已有国标101个品种、省标29个品种，且开始多省份备案，估计2023、2024年实现快速放量。
- **盈利预测与估值：**我们预计2022-2024年总营收为19.0/25.7/32.2亿元；归母净利润为2.6/3.8/5.1亿元；2022-2024年P/E估值分别为40/27/20X；基于公司1) 乌灵胶囊持续放量，2) 灵泽片进入放量期；3) 配方颗粒新产能释放；维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品放量不及预期风险，政策风险，竞争加剧风险，产品研发不及预期风险等。

- **投资逻辑：**公司拥有治疗领域广泛的中西药产品群与西南地区最完备的医药商业体系，现已发展成为OTC品牌前列。2021年国药正式入主成为公司实控人，有望带来管理效率提升、业务全面优化。未来OTC品牌中药有望在营销升级、产品提价、国药协同下继续进入高速发展阶段，麻精特色化药与区域商业体系辅助条线并行发展，稳健增长。公司发布“十四五”战略规划，通过内生发展加外延扩张，力争营收达到500亿，销售净利率不低于行业平均水平。公司有望进入业绩增长提速与估值提升通道。
- **聚焦主品，核心大品种快速放量。**公司工业板块实现收入87.85亿（+14%，同比增长14%，下同），其中化学药收入36.83亿（+14%）和中药收入51.02亿（+22%）。核心中药大品种实现高速放量：藿香正气口服液15.67亿（+70%）、急支糖浆5.26亿（+89%）、通天口服液2.88亿（+53%）、鼻窦炎口服液2.14亿（+67%）。营销改革+OTC品牌重塑效果显著。2023年公司加强品牌品类规划，全力突破重点市场，力争医药工业实现营业收入同比增长30%。
- **医药商业优化布局，在提升销量、提高毛利和运营效率方面实效明显。**医药商业实现销售收入80.06亿元（+9.73%）。其中医药分销实现收入65.77亿元（+9.82%）；医药零售实现收入14.29亿元（+9.33%）。公司构建商业“1+2+3”管理框架，调整区域布局，着力提质增效。公司盈利能力明显提升，毛利率提升3.0pct至45.43%，销售费率和管理费率分别下降1.66pct和1.36pct，净利率为2.42%，实现扭亏为盈。2023年公司力争医药商业营业收入同比增长20%。公司国企改革初见成效，对2023年经营充满信心，力争实现收入增长20%以上。
- **展望2023年，**藿香正气口服液、急支糖浆等中药核心品种将加大川渝以外地区的开发拓展力度，同时持续优化品类，完善补充品种，抓好独家品种、特色高毛利品种销售。化学药聚焦院内市场，疫情后随着医疗就诊需求恢复，医院端销售也将迎来复苏。
- **盈利预测与投资评级：**根据wind一致预期，预计2023-2025年，公司收入为171.4/202.9/236.0亿元，归母净利润为5.97/8.39/11.31亿元，当前市值对应的PE估值为41/29/22倍。
- **风险提示：**公司改革进展或不及预期；市场推广或不及预期；医药行业政策不确定性风险；疫情反复的风险等。

- **收入结构持续优化，业绩稳定释放：**公司专注于儿科、口腔、呼吸、消化等多领域药品生产和销售，其中核心产品蒲地蓝系列和小儿豉翘清热颗粒依托强大销售能力，市占比靠前。公司收入结构不断优化，摆脱此前依靠单一大品种的局面，形成良好产品梯队；蒲地蓝、雷贝拉唑等老品种占比下降，以小儿豉翘为代表的二线产品加速放量，管线中有川穹清脑颗粒、蛋白琥珀酸铁口服溶液等多个极具潜力的品种；未来业绩有望进一步增加，2021-2024年净利润CAGR15%。
- **顶层政策支持中医，公司强销售直接受益：**“十四五”规划提出新要求，15项指标体现新时期中医药高质量发展目标，10个重点任务明确具体措施，其中明确指出到2025年中医医疗结构达9.5万家（对比2020+31%），二级以上公立综合医院设置中医临床科室的比例90%等要求将持续提升中医市场规模。公司依托优秀销售渠道能力，有望在中医行业扩容中争取更多市场份额。
- **小儿豉翘领衔增长，二线多产品开始放量：**小儿豉翘清热颗粒是未来业绩核心之一，儿科感冒药市占率第一，随着渠道的拓展，且2023年有望纳入儿科基药目录，进一步打开销售空间，未来3年收入增速有望保持35%左右。蛋白琥珀酸铁、三拗片、川穹清脑颗粒等二线品种持续放量，摆脱对单一品种依赖，业绩稳定性和成长性大幅增加。
- **销售渠道是公司核心能力之一，BD带动第二成长曲线：**公司拥有全国领先的销售能力，尤其在儿科、消化科等优势科室。公司近年不断加强BD团队建设，优质BD项目不断增加。公司和天境合作的伊坦长效生长激素处于III期临床，公司拥有中国大陆地区开发、生产和商业化独家许可，上市后配合公司销售能力将快速放量。此外，公司在股权激励中加入BD项目量的考核，2022-2024每年将增加不少于4个BD项目，支撑公司长期成长。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2022-2024年营收85/97/108亿元，归母净利润分别为20.9/23.3/26.0亿元，2022-2024年P/E估值分别为14/12/11X；基于公司1) 蒲地蓝保持稳定；2) 小儿豉翘有望进入儿科基药，加速放量；3) BD和销售能力强，有望形成大品种代销；维持“买入”评级。
- **风险提示：**集采风险，BD品种存在不确定性，产品销售不及预期，研发不及预期等。

- **“自我诊断+处方药”平台型公司，业务结构持续优化，股权激励彰显业绩信心。**公司主营核心业务定位于CHC健康消费品和处方药领域，通过内生+外延完善产品矩阵，覆盖感冒、肠胃、皮肤、骨科、儿科等领域，深化健康产业布局。基于对未来发展的信心，公司制定股权激励计划，以2020年为基准，2022-2024年扣非归母净利润的年复合增速不低于10%，股权激励的实施为推动公司实现十四五发展目标起到积极作用。
- **核心CHC业务稳健增长，“品牌+渠道+产品”筑就华润三九护城河。**2022年公司CHC健康消费品业务实现营业收入113.84亿元，同比增长22.73%。核心品类感冒、止咳类药物上半年受疫情影响，下半年起快速恢复，四季度受感冒高发及管控放开影响，订单充足，销售实现高增。公司具有较强的品牌运作能力，“999”主品牌在消费者和医药行业中均享有较高的认可度，2021年拥有年销售额过亿元的品种23个。“1+N”品牌策略取得了较好成果，在“999”品牌的基础上，陆续补充了“天和”、“顺峰”、“好娃娃”、“易善复”、“康妇特”、“澳诺”等深受消费者认可的药品品牌，儿科用药、骨科用药及皮肤用药有望有较快增长。公司收购昆药集团后进一步补充原有业务版图，未来探索将“昆中药1381”、“昆中药”打造为精品国药品牌，进一步提高品牌影响力。公司渠道管理和终端覆盖能力强大，截至2022年12月底，公司覆盖全国超过40万家药店，同时通过线上渠道布局迎合CHC行业销售趋势。丰富的产品叠加强大的品牌效应及渠道布局，我们预计，未来CHC业务有望保持稳定增长。
- **处方药板块：积极拥抱行业变化，业绩有望反弹。**2022年公司处方药业务实现营收59.76亿元，同比增长7.19%。一方面，中药配方颗粒行业扩容，新国标的实施实则提升了中药配方颗粒的门槛，公司基于本身已有产品、成熟的销售网络及全产业链的生产模式，先发优势明显。考虑到新国标的切换以及供货的时间，我们预计2023年下半年中药配方颗粒业务将会带来较快的增长。专科业务增长势头良好，公司持续挖掘现有品种价值，加大创新研发，丰富产品管线。抗感染业务受政策影响探底，有望实现恢复性增长。
- **盈利预测与投资评级：**根据wind一致预期，预计2023-2025年，公司营收为208.1/237.7/275.5亿元，归母净利润为28.5/33.2/39.1亿元，当前市值对应的PE估值为20/17/15倍。
- **风险提示：**市场推广或不及预期；医药行业政策不确定性风险；疫情反复的风险等。

- **中成药集采降价超过预期风险：**后续省际联盟中成药集采可能会出现降价结果超过预期，挫伤市场积极性的风险。
- **市场竞争加剧风险：**中成药部分品种生产厂家众多，市场竞争较为激烈，可能出现部分厂家为获得市场份额压缩利润空间，引起行业价格战的风险。
- **原料供应不足风险：**部分处方用中成药和OTC类产品原料为名贵药材，价格昂贵且难以获取，若生产厂家原材料储备不足，可能面临原料供应不足风险。
- **产品市场推广不及预期风险：**新药的推广依赖于公司的渠道建设，若产品渠道建设不力，可能出现产品推广、放量不及预期风险。
- **疫情反复风险：**我国新冠疫情大体保持平稳，疫情偶有反复，可能会影响医院常规诊疗服务及药店的药品销售，对中药行业整体造成不利影响。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券财富家园