

中药 II

报告日期：2023 年 04 月 15 日

Q4 “翘尾”后成长性如何？

——中药行业周报 20230415

投资要点

□ 周观点：看疫后成长持续

行情短期波动，疫情需求影响市场对长期投资价值的判断。自 2023 年初以来，中药指数上涨 9.3%，在医药子行业中排名第一；而本周（2023.4.10-16）中药指数下跌 0.83%，我们认为中药行情出现短期调整的原因是市场对中药企业业绩增长的可持续性出现观点分歧。2022Q4-2023Q1 疫情诊疗需求带动中成药需求提升，截至 2023 年 4 月 14 日，中药板块中 40 家企业发布了 2022 年报，9 家企业发布了 2023 年一季报或预告，其中 14 家企业 2022 年归母净利润增长超 20%，2022Q4 归母净利润同比增速超 20%的企业有 22 家，四季度高增长部分来自疫情需求，随着 2023 年一季报逐步披露，市场对中药企业业绩增长持续较为担忧。

我们认为中药企业的成长具有持续性，中期内生经营改善是核心驱动力。从财务表现来看，我们此前在《周跟踪——中药：迎来新一轮量增周期 20230318》分析过中药行业基本面迎来拐点，2015-2021 年中药申万指数公司的整体存货周转天数从 266 天下降至 134 天、资产负债率从 48%下降至 34%，行业经营效率和质量逐年提升；2022 年报该趋势有望延续，在已披露年报的 40 家中药企业中，20 家企业表现出存货周转天数下降的趋势。我们认为去除疫情短期影响，2023-2025 年中药企业有望普遍受益于行业渠道效率改善、经营管理质量提升；此外，从政策层面来说，2022 年 3 月国务院印发《“十四五”中医药发展规划》以来，全国多省（市）出台响应政策积极推进其落地，基药政策也有望帮助中药企业扩大基层医院覆盖，我们认为中药企业的业绩成长具有持续性。

□ 板块行情复盘：短期回调，估值小幅下降

本周中药指数下跌 0.83%，跑输医药生物指数 1.6 个百分点、沪深 300 指数 0.07 个百分点，在医药子行业中排名第 6。自 2023 年初以来，中药指数上涨 9.3%，跑赢医药生物指数 5.4 个百分点、沪深 300 指数 4.1 个百分点，在医药子行业中排名第 1。截至 2023 年 4 月 14 日，申万中药板块 PE 估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 25.7 倍，环比降低 0.26，在医药子行业中排名第 4，高于医疗器械和医药商业，低于 2018 年以来估值均值水平。从资金流向来看，本周创新药 ETF 资金净流入最高，中药 ETF 有小幅资金净流出。2023 年 3 月，中药新药 IND 受理数量为 10 个，NDA 受理数量为 1 个；2023 年初至 2023 年 4 月 14 日，中药新药 IND 受理数量为 22 个，NDA 受理数量为 7 个。

总结来说，我们认为中药行业正处于新一轮成长周期的起点，运营效率的提升是行业成长性的前瞻性指标，销量增长是行业增长的主要驱动力，中药新药的加速获批为这种内生增长的持续性夯实管线基础。从投资建议来看，我们认为中药行业有四条投资主线：

（1）中药创新药：中药创新药竞争格局良好，且有望通过进入医保以实现快速放量，我们认为在研发端投入较大的中药企业值得关注，推荐院士领衔、在研管线储备丰富的康缘药业，关注以岭药业、健民集团、方盛制药等。

（2）国企改革：中药国资企业，品牌力较强、规模较大但缺乏灵活机制，国企改革有望成为国企中药业绩改善的强驱动力，推荐康恩贝，关注东阿阿胶、华润三九、昆药集团、太极集团、广誉远、千金药业、精华制药等；

（3）经营改善：2018-2021 年中药板块营运效率提升为后续业绩提升做出铺垫，数据反映出中药企业改革趋势向好，推荐渠道改革、经营效率提升的羚锐制药；

（4）低估值性价比：推荐商业模式转型、BD 打开二次成长曲线的济川药业。

□ 风险提示

行业政策变动；研发进展不及预期；公司销售不及预期。

行业评级：看好(维持)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《中药发新政，迎来新周期——中药行业重点政策跟踪》
2023.02.28
- 2 《药监新举措，中药新局面——中药政策点评》 2023.01.05
- 3 《疫情防控下，中药需求持续——中药行业点评》 2022.12.11

表1: 盈利预测与估值

代码	重点公司	现价	EPS		PE		评级
		2023/4/14	2022E	2023E	2022E	2023E	
医疗服务、中药							
600566.SH	济川药业	30.8	2.35	2.71	13	11	增持
600557.SH	康缘药业	31.2	0.74	0.98	42	32	增持
600285.SH	羚锐制药	16.0	0.77	0.93	21	17	增持
600572.SH	康恩贝	6.6	0.13	0.26	51	25	增持

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 以上 2022-2023 年 PE 和 EPS 均为浙商证券研究所预测;

注: 济川药业、康缘药业、康恩贝的 2022 年 EPS 和 PE 为年报公告值, 羚锐制药为预测值。

正文目录

1 周观点：看疫后成长持续	5
2 板块行情复盘	5
2.1 中药指数表现：短期回调，估值略有下降.....	5
2.2 行业变化跟踪：中药迎来新一轮量增周期.....	7
2.3 重点公司本周信息跟踪	9
2.4 本周重点报告	10
3 风险提示	11

图表目录

图 1: 申万中药指数本周走势.....	6
图 2: 申万中药指数本年走势.....	6
图 3: 医药各子行业本周涨幅.....	6
图 4: 医药各子行业本月涨幅.....	6
图 5: 申万中药估值.....	6
图 6: 医药各子版块估值.....	7
图 7: 医药 ETF 资金净流入 (亿元).....	7
图 8: 中药 IND 和 NDA 数据 (截至 2023.3).....	8
图 9: 医药相关子产业 PPI 变化.....	8
图 10: 重点中药材价格跟踪 (30 元以下品种).....	8
图 11: 重点中药材价格跟踪 (30 元以上品种).....	8

1 周观点：看疫后成长持续

行情短期波动，疫情需求影响市场对长期投资价值的判断。自 2023 年初以来，中药指数上涨 9.3%，在医药子行业中排名第一；而本周中药指数下跌 0.83%，出现小幅下跌。

我们认为中药行情出现短期波动的原因是市场对中药企业业绩增长的可持续性出现观点的分歧。2022Q4-2023Q1 疫情诊疗需求带动中成药需求提升，截至 2023 年 4 月 14 日，中药板块中 40 家企业发布了 2022 年报，9 家企业发布了 2023 年一季报或预告，其中 14 家企业 2022 年归母净利润增长超 20%，而 2022Q4 归母净利润同比增速超 20% 的企业数有 22 家，四季度高增长部分来自疫情需求，随着 2023 年一季报逐步披露，市场对中药企业业绩增长能否持续较为担忧。

我们认为中药企业的成长具有持续性，内生经营改善是核心驱动力。从财务表现来看，我们此前在《周跟踪——中药：迎来新一轮量增周期 20230318》分析过中药行业基本面迎来拐点，2015-2021 年中药申万指数公司的存货周转天数从 266 天下降至 134 天、资产负债率从 48% 下降至 34%，行业经营效率和质量逐年提升；2022 年该趋势有望延续，在已经披露年报的 40 家中药企业中，20 家企业表现出存货周转天数下降的趋势。我们认为去除疫情短期影响，2023-2025 年中药企业有望普遍受益于行业渠道效率改善、经营管理质量提升；此外，从政策层面来说，2022 年 3 月国务院印发《“十四五”中医药发展规划》以来，全国多省（市）出台响应政策积极推进其落地，基药政策也有望帮助中药企业扩大基层医院覆盖，我们认为中药企业的业绩成长具有持续性。

总结来说，我们认为中药行业正处于新一轮成长周期的起点，运营效率的提升是行业成长性的前瞻性指标，销量增长是行业增长的主要驱动力。从投资建议来看，我们认为中药行业有四条投资主线：

（1）中药创新药： 中药创新药竞争格局良好，且有望通过进入医保以实现快速放量，我们认为在研发端投入较大的中药企业值得关注，推荐院士领衔、在研管线储备丰富的康缘药业，关注以岭药业、健民集团、方盛制药等。

（2）国企改革： 中药国资企业，品牌力较强、规模较大但缺乏灵活机制，国企改革有望成为国企中药业绩改善的强驱动力，推荐康恩贝，关注东阿阿胶、华润三九、昆药集团、太极集团、广誉远、千金药业、精华制药等；

（3）经营改善： 2018-2021 年中药板块营运效率提升为后续业绩提升做出铺垫，数据反映出中药企业改革趋势向好，推荐渠道改革、经营效率提升的羚锐制药，关注东阿阿胶等；

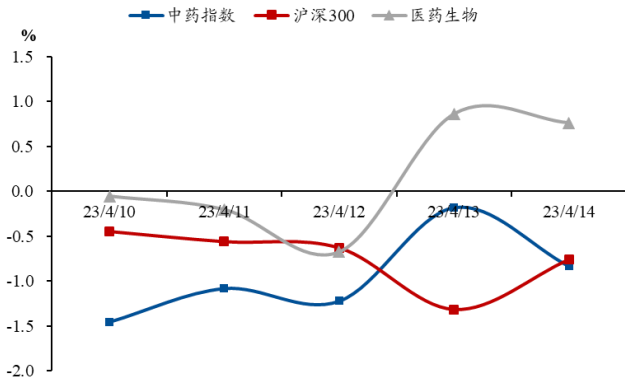
（4）低估值性价比： 推荐商业模式转型、BD 打开二次成长曲线的济川药业。

2 板块行情复盘

2.1 中药指数表现：短期回调，估值略有下降

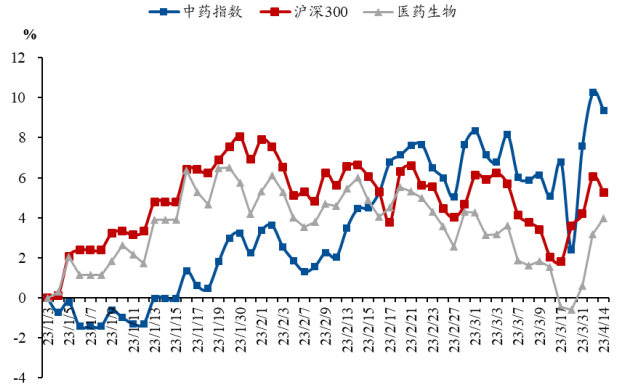
中药板块短期回调。 本周中药指数下跌 0.83%，跑输医药生物指数 1.6 个百分点、沪深 300 指数 0.07 个百分点，在医药子行业中排名第 6。自 2023 年初以来，中药指数上涨 9.3%，跑赢医药生物指数 5.4 个百分点、沪深 300 指数 4.1 个百分点，在医药子行业中排名第 1。

图1: 申万中药指数本周走势



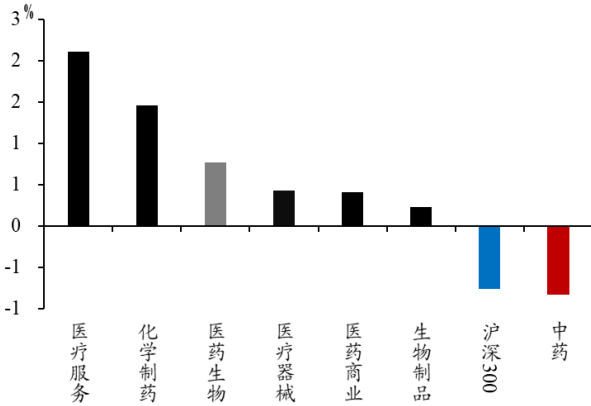
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 申万中药指数本年走势



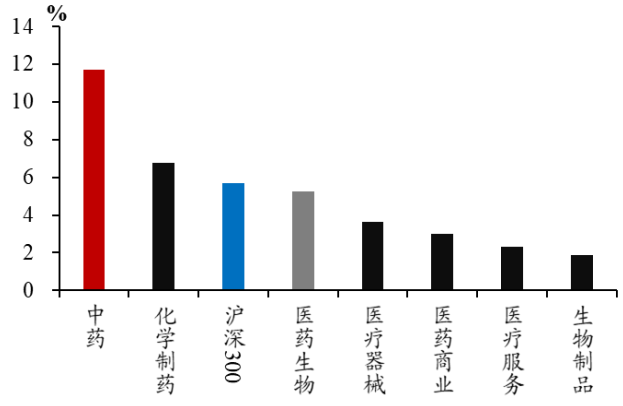
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 医药各子行业本周涨幅



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

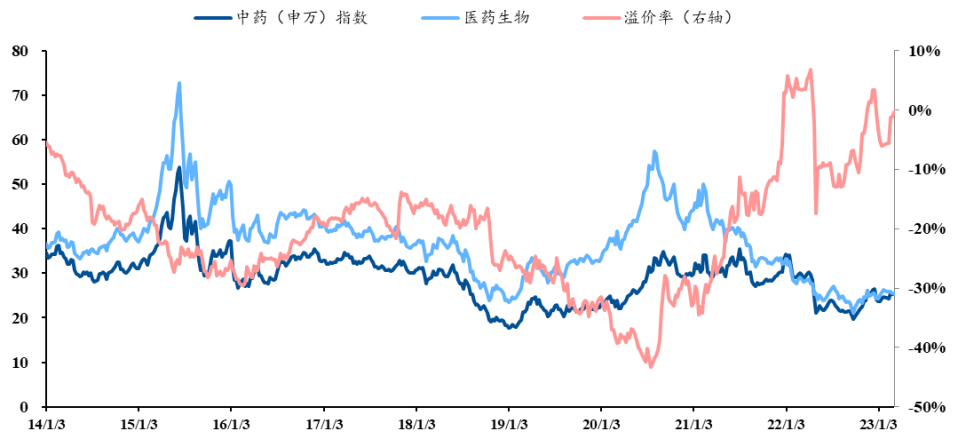
图4: 医药各子行业本月涨幅



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

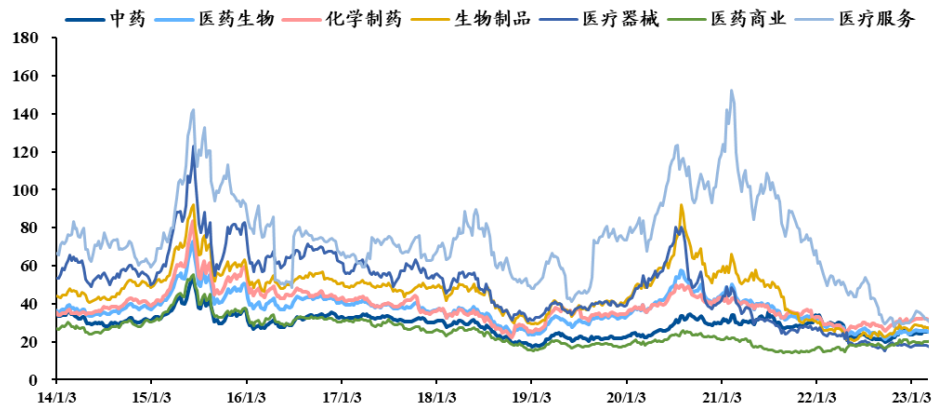
估值略有下降。截至2023年4月14日,申万中药板块PE估值(历史TTM,整体法,剔除负值)为25.7倍,环比降低0.26,在医药子行业中排名第4,高于医疗器械和医药商业,低于2018年以来估值均值水平。

图5: 申万中药估值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

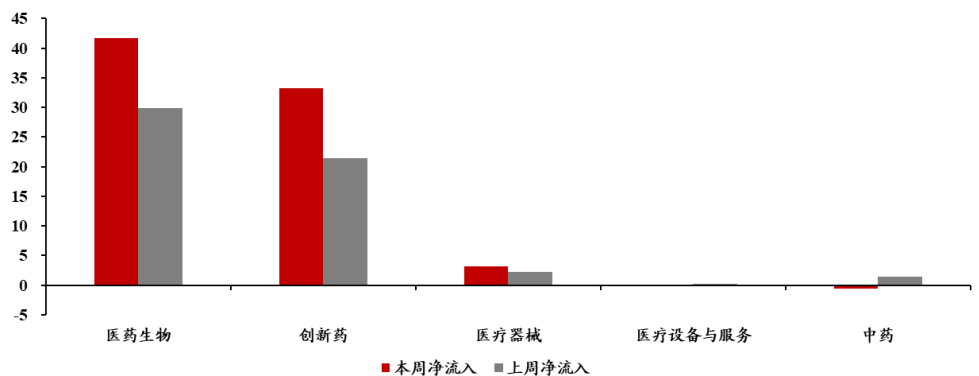
图6: 医药各子版块估值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从资金流向来看, 本周创新药 ETF 资金净流入最高, 中药 ETF 有小幅资金净流出。

图7: 医药 ETF 资金净流入 (亿元)

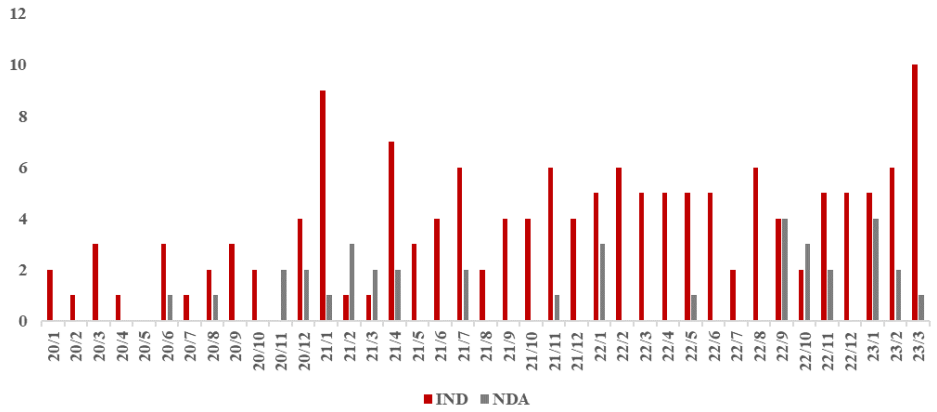


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 行业变化跟踪: 中药迎来新一轮量增周期

2023年3月, 中药新药 IND 受理数量为 10 个, NDA 受理数量为 1 个; 2023年初至 2023年4月14日, 中药新药 IND 受理数量为 22 个, NDA 受理数量为 7 个。

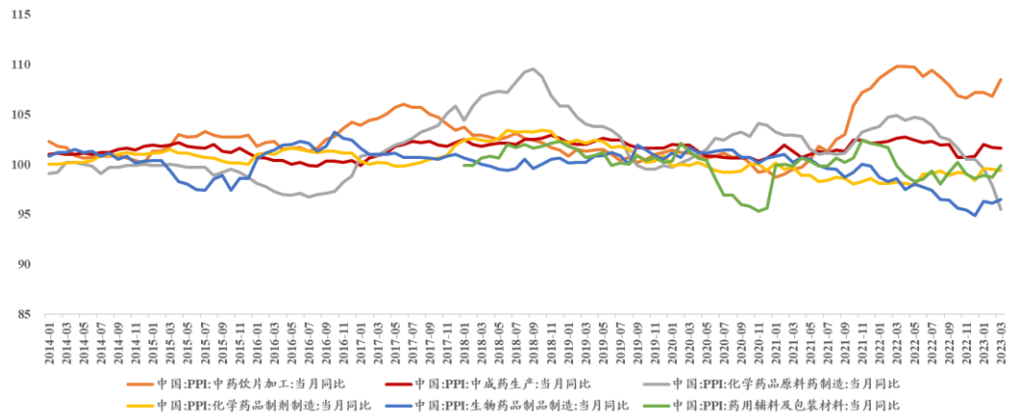
图8: 中药 IND 和 NDA 数据 (截至 2023.3)



资料来源: Wind 医药库, CDE, 浙商证券研究所

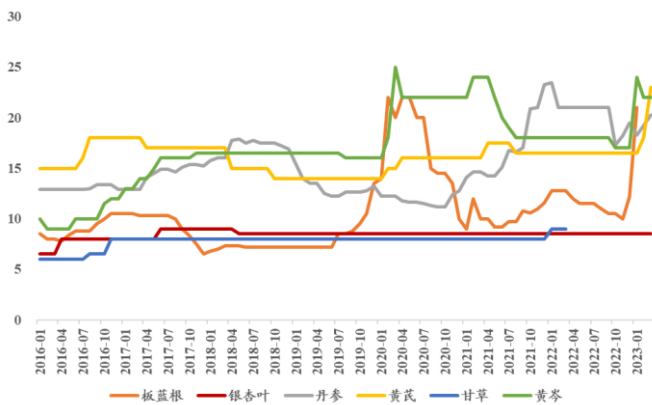
与化学原料药、化学制剂、生物药品等 PPI 指数相比, 2014-2022 年中成药生产的 PPI 指数最为稳定, 其余板块均出现较大幅度的调整; 从历史政策分析, 集采降价针对化药影响更大, 价格是影响化药销售的重要因素, 量增是中药行业后续成长的主要驱动因素。

图9: 医药相关子产业 PPI 变化



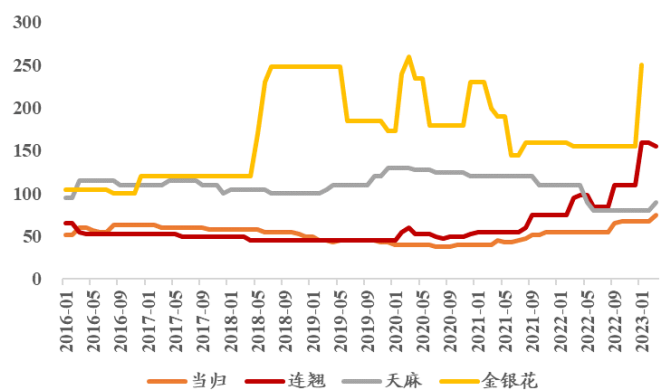
资料来源: Wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

图10: 重点中药材价格跟踪 (30 元以下品种)



资料来源: Wind, 中药材天地网, 浙商证券研究所

图11: 重点中药材价格跟踪 (30 元以上品种)



资料来源: Wind, 中药材天地网, 浙商证券研究所

总结来说，我们认为中药行业正处于新一轮成长周期的起点，运营效率的提升是行业成长性的前瞻性指标，销量增长是行业增长的主要驱动力。从投资建议来看，我们认为中药行业有四条投资主线：

(1) 中药创新药：中药创新药竞争格局良好，且有望通过进入医保以实现快速放量，我们认为在研发端投入较大的中药企业值得关注，推荐院士领衔、在研管线储备丰富的康缘药业，关注以岭药业、健民集团、方盛制药等。

(2) 国企改革：中药国资企业，品牌力较强、规模较大但缺乏灵活机制，国企改革有望成为国企中药业绩改善的强驱动力，推荐康恩贝，关注东阿阿胶、华润三九、昆药集团、太极集团、广誉远、千金药业、精华制药等；

(3) 经营改善：2018-2021 年中药板块运营效率提升为后续业绩提升做出铺垫，数据反映出中药企业改革趋势向好，推荐渠道改革、经营效率提升的羚锐制药，关注东阿阿胶等；

(4) 低估值性价比：推荐商业模式转型、BD 打开二次成长曲线的济川药业。

2.3 重点公司本周信息跟踪

康恩贝：2022 年公司实现收入 60.00 亿元 (yoy-8.64%)，若剔除珍视明业务后同比增长 9.30%。归母净利 3.58 亿元 (yoy-82.25%)、扣非归母净利润 4.83 亿元 (yoy+205.39%)；若完全扣除珍视明、嘉和生物、股权投资计提减值准备等因素，2022 年公司归母净利润为 5.96 亿元 (yoy+7.16%)，扣非归母净利润 5.23 亿元 (yoy+26.3%)。

片仔癀：公司发布 2022 年报和 2023Q1 季报，2022 年公司实现营业收入 86.94 亿元 (+8.38%)，归母净利润 24.72 亿元 (+1.66%)，扣非归母净利润 24.76 亿元 (+2.89%)；2023Q1 公司实现营业收入 26.30 亿元 (+11.98%)，归母净利润 7.97 亿元 (+13.06%)，扣非归母净利润 7.71 亿元 (+14.01%)。

贵州三力：公司发布 2022 年报，2022 年公司实现营业收入 12.01 亿元 (+27.94%)，归母净利润 2.01 亿元 (+32.18%)，扣非归母净利润 1.95 亿元 (+43.17%)。

葵花药业：公司发布 2023Q1 业绩预增公告，2023Q1 公司预计实现收入 16.5-18 亿元 (+37.68%-50.19%)，归母净利润 3.83-4.28 亿元 (+74.75%-95.28%)，扣非归母净利润 3.75-4.17 亿元 (+84.66%-105.34%)。

千金药业：公司发布 2022 年报，2022 年公司实现营业收入 40.26 亿元 (+9.89%)，归母净利润 3.04 亿元 (+0.52%)，扣非归母净利润 2.80 亿元 (+10.66%)。

江中药业：公司发布 2023Q1 业绩预增预告，2023Q1 公司预计实现归母净利润约 2.4 亿元 (+31%)，扣非归母净利润 2.24 亿元 (+29%)。

济川药业：公司发布 2022 年报和 2023Q1 预告，2022 年公司实现营业收入 89.96 亿元 (+17.90%)，归母净利润 21.71 亿元 (+26.27%)，扣非归母净利润 20.29 亿元 (+30.30%)；2023Q1 公司预估实现营业收入 24 亿元左右 (+10%)，归母净利润 6.8 亿元 (+17%)。

2.4 本周重点报告

《济川药业 2022 年报&1-3 月经营数据点评：单季创新高，疫后可持续》2023.4.9

核心观点：短期来看，零售改革拉动存量品种销售，降低费用率水平。公司于 2021 年底设立了专门的零售团队，针对性地开展终端动销，实施 OTC 门店品种的陈列、宣传和推广活动，2022Q4 疫情帮助催化公司加快核心品种蒲地蓝的零售渠道占比，一方面可以加快蒲地蓝销售收入、提升蒲地蓝销售天花板；此外，OTC 渠道占比提升也可以降低公司整体费用的投放比例，提升公司利润率水平，我们预计 2023-2024 年公司盈利水平仍有提升空间。

中长期来看，公司 BD 战略转型，为长期增长打开天花板。公司在 2022 年股权激励计划中明确提到 2022-2024 年每年 4 个 BD 品种落地的战略目标，我们认为这是公司战略转型的体现；2022 年公司已完成 4 个 BD 项目引入，包括 1 个一类自免、1 个二类消化、2 个新生儿黄疸器械，完成 2022 年目标。我们认为公司可以利用自身强势的销售资源帮助 BD 产品迅速放量，弥补自身产品管线较少的不足；同时 CSO 业态也契合了国内仿创升级过程中专业分工的产业趋势，公司有望通过 BD 能力拓展加速聚焦，放大自身销售优势，为长期增长打开天花板。

《康缘药业 23Q1 季报点评：抗疫增量贡献，全年增长持续》2023.4.10

核心观点：短期来看，2023Q1 公司注射液收入同比增长 48.1%，占公司收入比例 44%，增长主要来自于热毒宁注射剂；而口服液同比增长 14.5%，占比 21%，增速环比出现下降；且公司非注射液条线增速低于股权激励目标，短期市场担心增长的长期驱动力不足。我们认为考虑到 23Q1 有部分存货因素影响，且 2020 年公司营销体系改善，口服液条线销售逐步加强，我们预计 2023 全年金振口服液增速有望高于一季度，全年增长压力较小；热毒宁注射剂 23Q1 受到疫情和甲流等因素的影响，短期增速较高，全年注射剂收入占比有望维持在 2022 年水平。

长期来看，公司是中药创新药龙头企业，2022 年国家药监局共批准 7 个中药新药上市，公司获批 2 个；从研发储备来看，截至 2022 年底，公司有 3 个中药品种处于 III 期临床研究，此外有若干中药品种处于 I 期、II 期临床研究阶段。我们认为公司的研发已经形成良好体系，在营销持续赋能、经营效率提升的背景下，我们看好公司的研发成果后续放量，构建长期产品梯队。

《康恩贝 2022 年报点评：国资赋能，迎新起点》2023.4.15

核心观点：公司业务结构优化，战略重心向自我保健产品类业务转移：（1）自我保健产品类业务：实现收入 25.2 亿元（占比 42%，可比口径同比增长 10.5%）。其中非处方药收入 20.4 亿元（可比口径同比增长 7.6%），主要增长驱动为肠炎宁、金笛系列，肠炎宁 22 年收入突破 10 亿元；健康消费品实现收入 4.8 亿元（可比口径同比增长 24.6%），主要增长来自康恩贝牌健康产品；（2）处方药业务：实现收入 20.4 亿元（占比 34%，可比口径同比增长 8.1%），其中“金康速力”因调入 20 年医保目录，22 年收入同比增速超 35%；此外“至心研”、“天保宁”等品种为处方药核心放量品种；（3）中药饮片业务：实现收入 5.4 亿元（占比 9%，同比增长 22.5%），2022 年 10 月公司受让国资持股的中医药大学公司 51% 的股权，国资入主后对公司业务持续赋能。

2020 年国资入主以来，公司陆续落地股权激励、开始聚焦主业、整合优质资产等，2022 年公司的调整后扣非归母净利增速也较为亮眼；我们认为当前时点公司经历了资产瘦身、明确了聚焦自我诊疗业务的战略重心，有望迎来新一轮成长的起点。

3 风险提示

行业政策变动；研发进展不及预期；公司销售不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>