

中药 II

报告日期: 2023 年 05 月 07 日

中药资源品跟踪: 品牌中药, 量价齐升

——中药行业周报 2023 年 5 月第一周

投资要点

□ 周观点: 品牌中药, 量价齐升

受到成本压力, 片仔癀提价 28.8%。2023 年 5 月 6 日, 片仔癀公告: 鉴于片仔癀产品主要原料及人工成本上涨等原因, 片仔癀出厂价将进行上调, 市场零售价格将从 590 元/粒上调到 760 元/粒, 供应价格相应上调约 170 元/粒; 海外市场供应价格相应上调约 35 美元/粒。本次提价 28.8%, 复盘过去 18 年, 本次上调价差为历史之最。

2022 年以来, 中药材价格指数持续上升, 天然牛黄、麝香等价格较 2021 年大幅上涨。2021 年底开始, 中药材价格迎来新一轮上涨, 2022 年初至 2023 年 4 月 24 日, 中国成都中药材价格指数涨幅为 18.6%。具体品种来看, 根据药通网和中药材价格网, 2023.5 天然牛黄的价格为 800 元/g, 较 2021 年 1 月价格上涨 86%; 2023 年 4 月, 天然麝香价格为 450 元/g, 价格较 2021.1 上涨 18%。成本上升传导至终端价格具有一定的滞后性, 最终驱动片仔癀终端提价。

从驴皮价格表现来看, 对比驴皮和驴肉价格, 现阶段驴皮价格逐渐回归健康水平, 并有持续增长的趋势。根据中国畜牧业协会驴业分会, 2012-2016 年, 驴皮价格经历了高速增长, 从 38 元/kg 增长至 148 元/kg; 2018 年开始, 驴皮价格出现了断崖式下滑, 这是因为下游阿胶行业因库存挤压导致供过于求。对比驴肉价格, 2006-2021 年驴肉价格从 16 元/kg 上升至 90 元/kg (CAGR 为 12.2%), 处于稳定增长的趋势, 我们认为理性的驴皮价格增速可以参考驴肉价格增速, 2021 年驴皮价格已经逐步回归理性, 这也反映出下游阿胶企业的生产经营进入良性发展阶段。

总结来说, 受到供需驱动, 部分高端中药材价格呈上升趋势, 结合我们此前在报告《新生——2023 年中药分析框架思考》中的观点, 中药行业成长的内生驱动力主要来自于量增, 我们认为品牌中药有望迎来量价齐升的成长周期, 建议关注片仔癀、东阿阿胶、健民集团等。

风险提示: 原材料价格波动不及预期, 销售不及预期。

□ 板块行情复盘: 强势领涨, 估值大幅上升

2023 年 4 月 24 日至 2023 年 5 月 5 日, 中药指数上涨 6.14%, 跑赢医药生物指数 3.97 个百分点、沪深 300 指数 4.78 个百分点, 在医药子行业中排名第 1。自 2023 年初以来, 中药指数上涨 13.3%, 跑赢医药生物指数 13.9 个百分点、沪深 300 指数 9.9 个百分点, 在医药子行业中排名第 1。截至 2023 年 5 月 5 日, 申万中药板块 PE 估值 (历史 TTM, 整体法, 剔除负值) 为 29.1 倍, 环比上升 4.41, 在医药子行业中排名第 3, 高于医疗器械、生物制品和医药商业, 低于 2018 年以来估值均值水平。从资金流向来看, 2023 年 4 月 24 日至 2023 年 5 月 5 日医疗器械 ETF 资金净流入最高, 中药 ETF 实现小幅资金净流入。具体标的来看, 2023 年 4 月 24 日至 2023 年 5 月 5 日中药板块涨幅前五名分别为*ST 吉药、太极集团 (+29.1%)、达仁堂 (+22.6%)、昆药集团 (+21.8%)、华润三九 (-19.6%), 跌幅排行前五名分别为*ST 太安 (-16.2%)、佐力药业 (-11.2%)、华森制药 (-8.1%)、康缘药业 (-7.3%)、奇正藏药 (-7.1%)。2023 年 4 月, 中药新药 IND 受理数量为 6 个, NDA 受理数量为 2 个; 2023 年初至 2023 年 5 月 6 日, 中药新药 IND 受理数量为 29 个, NDA 受理数量为 8 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:

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 《新生——2023 年中药分析框架思考》 2023.05.06
- 2 《中药新药可成增长驱动?》 2023.04.23
- 3 《Q4 “翘尾” 后成长性如何?》 2023.04.17

(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。

表1: 盈利预测与估值

代码	重点公司	现价	EPS		PE		评级
		2023/5/5	2023E	2024E	2023E	2024E	
600566.SH	济川药业	31.8	2.71	3.20	12	10	增持
600557.SH	康缘药业	29.0	0.98	1.25	30	23	增持
600285.SH	羚锐制药	17.3	0.98	1.16	18	15	增持
600572.SH	康恩贝	7.2	0.25	0.31	29	23	增持
002275.SZ	桂林三金	21.2	0.83	1.05	25	20	增持

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 以上 2023-2024 年 PE 和 EPS 均为浙商证券研究所预测

正文目录

1 周观点：中药资源品价格跟踪	5
2 板块行情复盘	7
2.1 中药指数表现：强势领涨，估值大幅上升.....	7
2.2 行业变化跟踪：中药迎来新一轮量增周期.....	9
2.3 重点公司本周信息跟踪	11
2.4 本周重点报告	11
3 风险提示	12

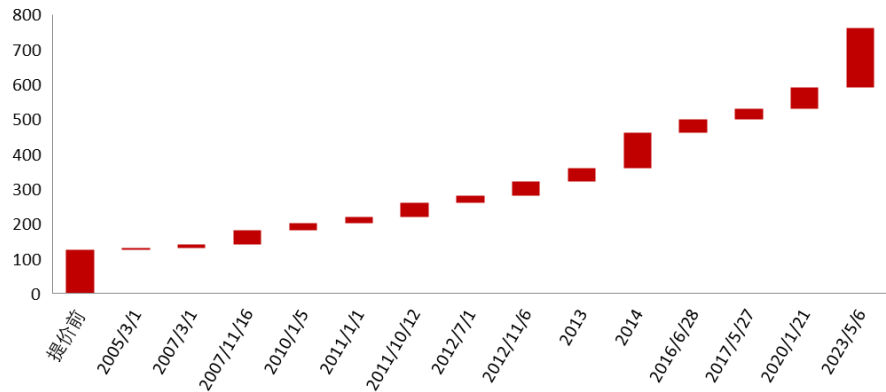
图表目录

图 1: 片仔癀提价历程 (元/粒)	5
图 2: 2009 至今三七价格变化 (元)	5
图 3: 天然牛黄价格 (元/kg)	5
图 4: 三七价格变化 (元)	6
图 5: 天然麝香价格 (元/kg)	6
图 6: 2006-2021 年中国驴皮价格变化	6
图 7: 2006-2021 年中国驴肉价格变化	6
图 8: 申万中药指数本周走势	7
图 9: 申万中药指数本年走势	7
图 10: 医药各子行业本周涨幅	7
图 11: 医药各子行业本年涨幅	7
图 12: 申万中药估值	8
图 13: 医药各子版块估值	8
图 14: 医药 ETF 资金净流入 (亿元)	8
图 15: 本周 (申万) 中药个股涨跌幅前后 5 名	9
图 16: 本周 (申万) 中药个股市值排行前 10 名 (亿元)	9
图 17: 本周 (申万) 中药个股市值变化排行前 10 名 (亿元)	9
图 18: 本周 (申万) 中药个股市值变化排行后 10 名 (亿元)	9
图 19: 中药 IND 和 NDA 数据 (截至 2023.4)	10
图 20: 医药相关子产业 PPI 变化	10
图 21: 重点中药材价格跟踪 (30 元以下品种) (单位: 元/kg)	10
图 22: 重点中药材价格跟踪 (30 元以上品种) (单位: 元/kg)	10

1 周观点：中药资源品价格跟踪

受到成本压力，片仔癀提价 28.8%。2023 年 5 月 6 日，鉴于片仔癀产品主要原料及人工成本上涨等原因，片仔癀出厂价将进行上调，市场零售价格将从 590 元/粒上调到 760 元/粒，供应价格相应上调约 170 元/粒；海外市场供应价格相应上调约 35 美元/粒。本次提价 28.8%，复盘过去 18 年，本次上调价差为历史之最。

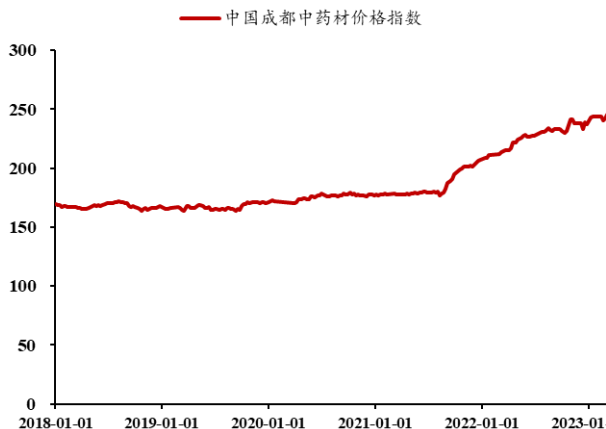
图1：片仔癀提价历程（元/粒）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

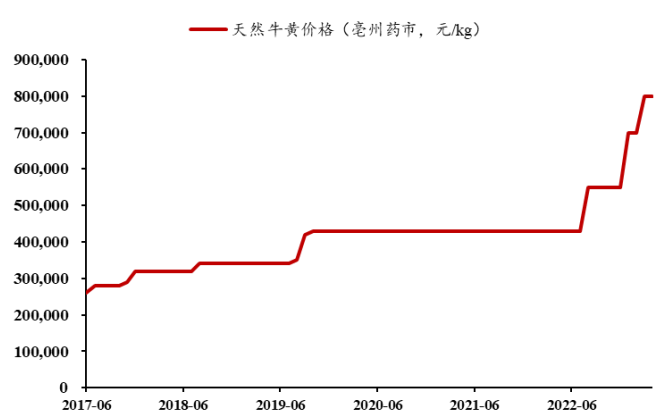
2022 年以来，中药材价格指数持续上升，天然牛黄、麝香等价格较 2021 年大幅上涨。2021 年底开始，中药材价格迎来新一轮上涨，2022 年初至 2023 年 4 月 24 日，中国成都中药材价格指数涨幅为 18.6%。具体品种来看，根据药通网和中药材价格网，2023 年 5 月天然牛黄的价格为 800 元/g，较 2021 年 1 月价格上涨 86%；2023.4，天然麝香价格为 450 元/g，价格较 2021 年 1 月上涨 18%。成本上升传导至终端价格具有一定的滞后性，最终驱动片仔癀终端提价。

图2：2009 至今三七价格变化（元）



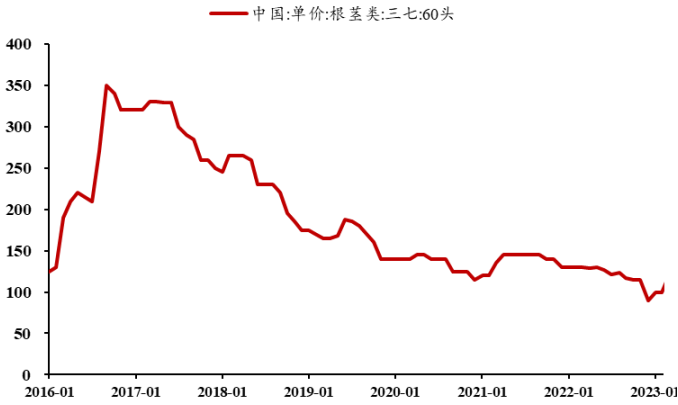
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：天然牛黄价格（元/kg）



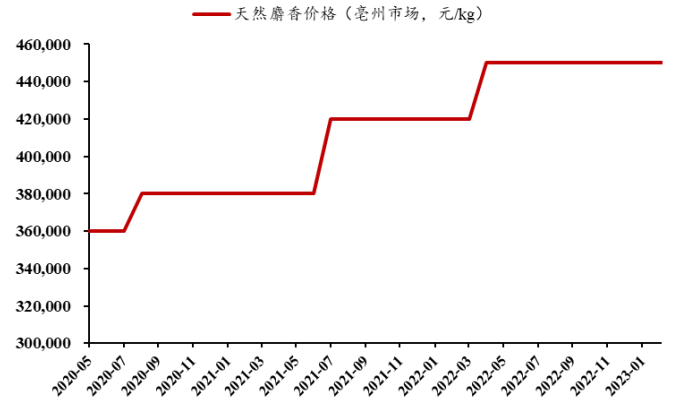
资料来源：中药材天地网，浙商证券研究所

图4: 三七价格变化(元)



资料来源: Wind, 中药材天地网, 浙商证券研究所

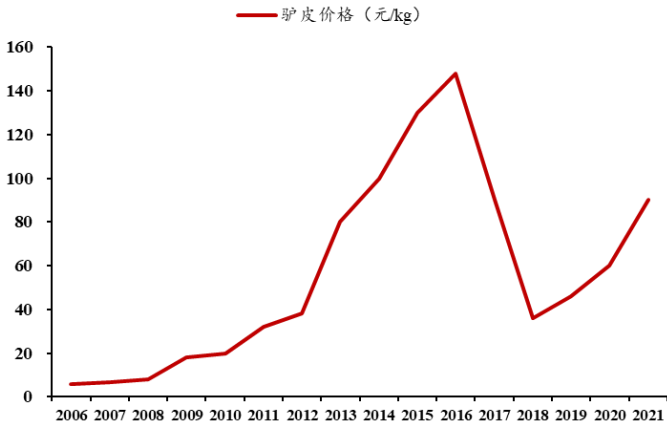
图5: 天然麝香价格(元/kg)



资料来源: 药通网, 浙商证券研究所

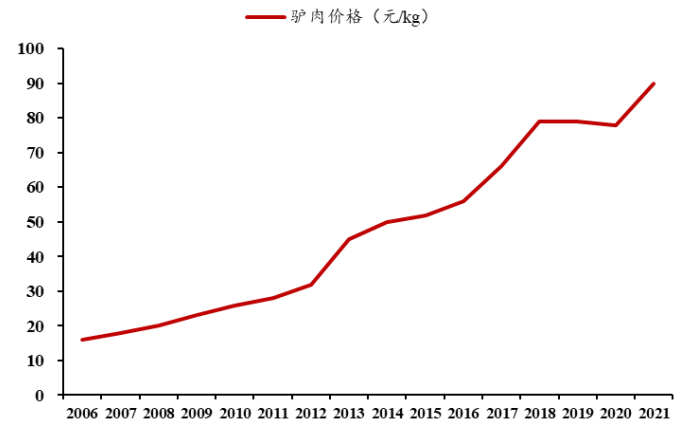
从驴皮价格表现来看, 对比驴皮和驴肉价格, 现阶段驴皮价格逐渐回归健康水平, 并有持续增长的趋势。根据中国畜牧业协会驴业分会, 2012-2016年, 驴皮价格经历了高速增长, 从38元/kg增长至148元/kg; 2018年开始, 驴皮价格出现了断崖式下滑, 这是因为下游阿胶行业因库存挤压导致供大于求。对比驴肉价格, 2006-2021年驴肉价格从16元/kg上升至90元/kg (CAGR为12.2%), 处于稳定增长的趋势, 我们认为理性的驴皮价格增速可以参考驴肉价格增速, 2021年驴皮价格已经逐步回归理性, 这也反映出下游阿胶企业的生产经营进入良性发展阶段。

图6: 2006-2021年中国驴皮价格变化



资料来源: 中国畜牧业协会驴业分会, 浙商证券研究所

图7: 2006-2021年中国驴肉价格变化



资料来源: 中国畜牧业协会驴业分会, 浙商证券研究所

总结来说, 受到供需驱动, 部分高端中药材价格呈上升趋势, 结合我们此前在报告《新生——2023年中药分析框架思考》中的观点, 中药行业成长的内生驱动力主要来自于量增, 我们认为品牌中药有望迎来量价齐升的成长周期, 建议关注片仔癀、东阿阿胶、健民集团等。

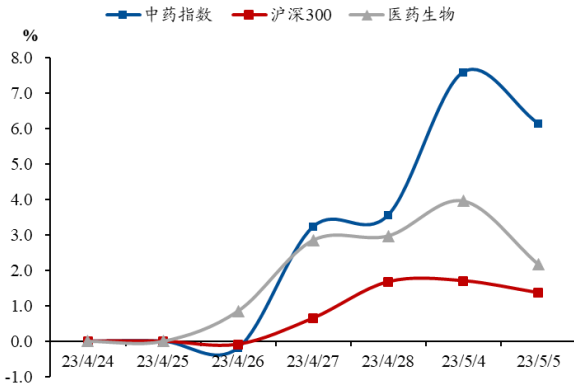
风险提示: 原材料价格波动不及预期, 销售不及预期。

2 板块行情复盘

2.1 中药指数表现：强势领涨，估值大幅上升

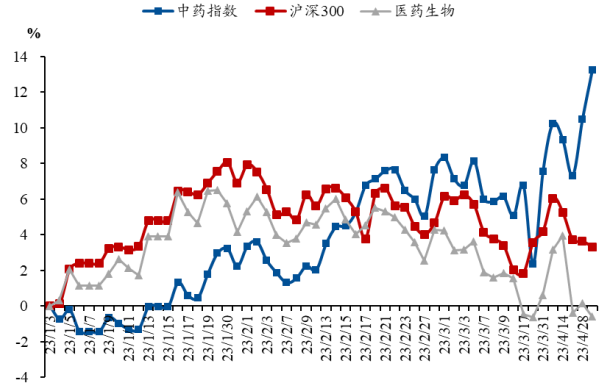
中药领涨，指数年度收益率创新高。2023年4月24日至2023年5月5日，中药指数上涨6.14%，跑赢医药生物指数3.97个百分点、沪深300指数4.78个百分点，在医药子行业中排名第1。自2023年初以来，中药指数上涨13.3%，跑赢医药生物指数13.9个百分点、沪深300指数9.9个百分点，在医药子行业中排名第1。

图8：申万中药指数本周走势



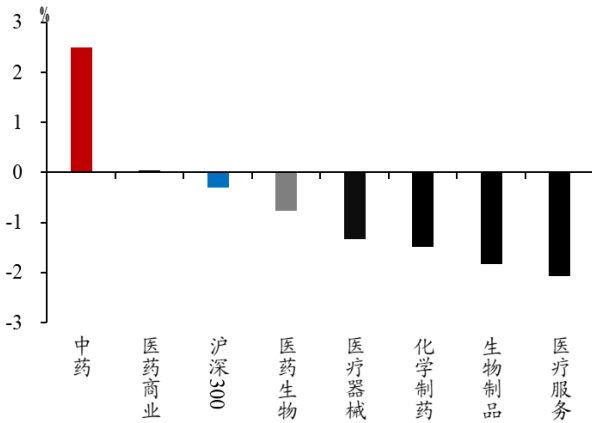
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：申万中药指数本年走势



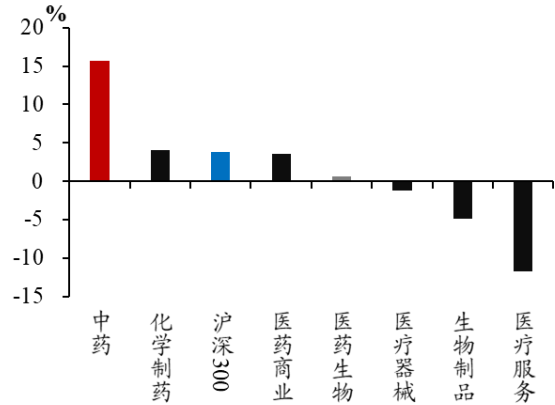
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：医药各子行业本周涨幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

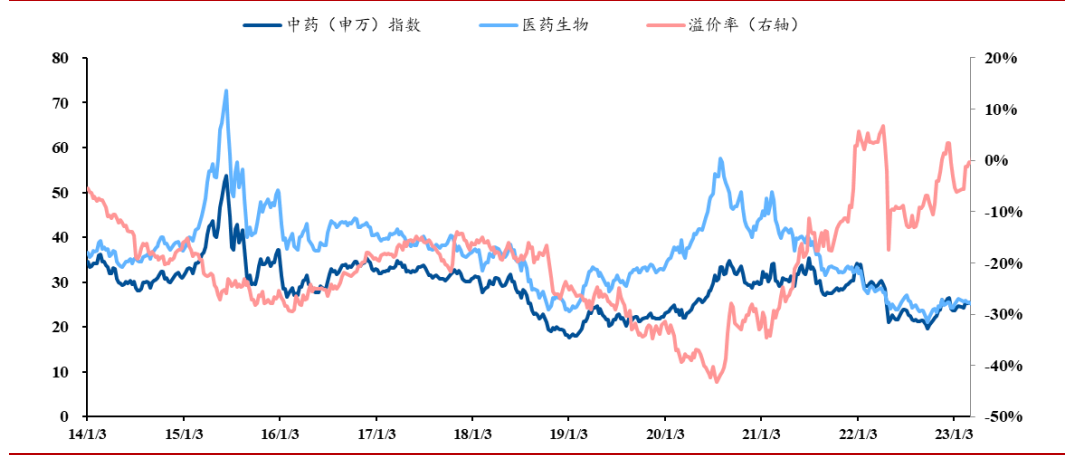
图11：医药各子行业本年涨幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

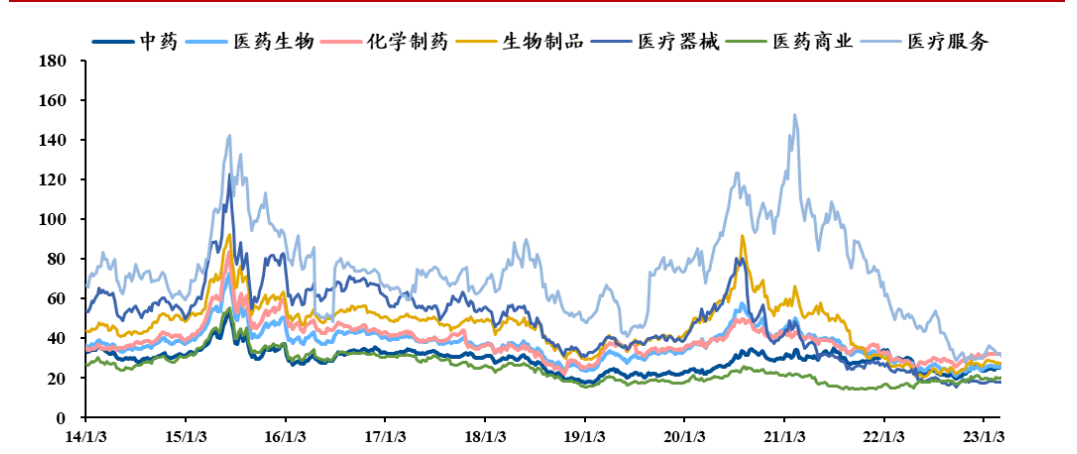
估值大幅上升。截至2023年5月5日，申万中药板块PE估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为29.1倍，环比上升4.41，在医药子行业中排名第3，高于医疗器械、生物制品和医药商业，低于2018年以来估值均值水平。

图12: 申万中药估值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

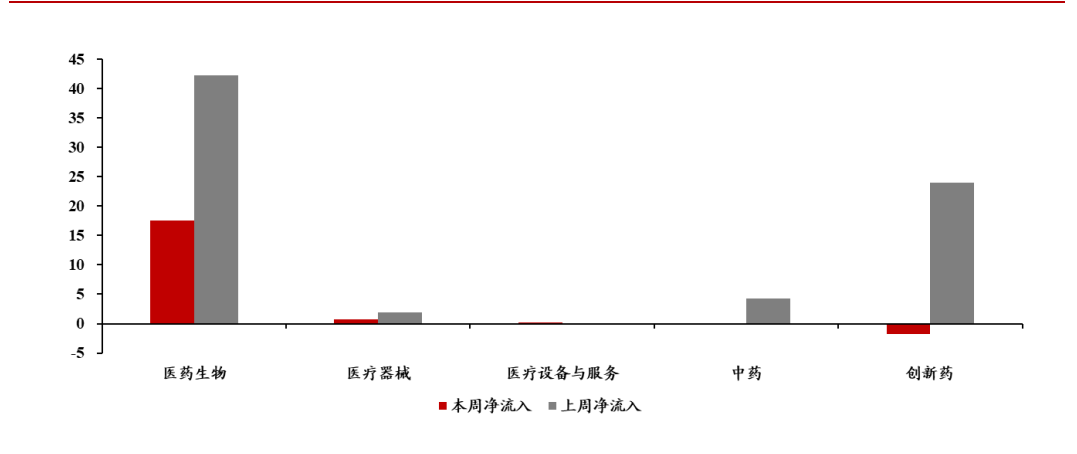
图13: 医药各子版块估值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从资金流向来看, 2023年4月24日至2023年5月5日, 医疗器械ETF资金净流入最高, 中药ETF实现小幅资金净流入。

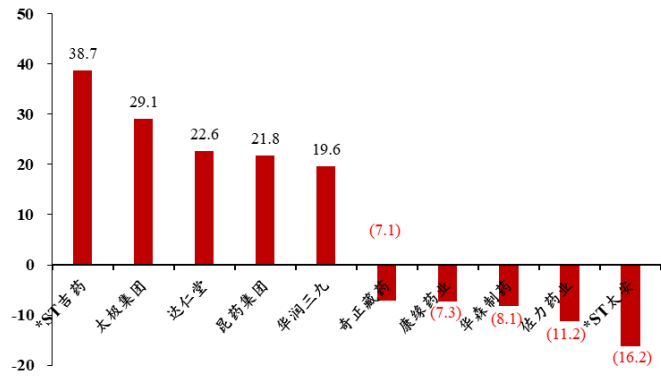
图14: 医药ETF资金净流入(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

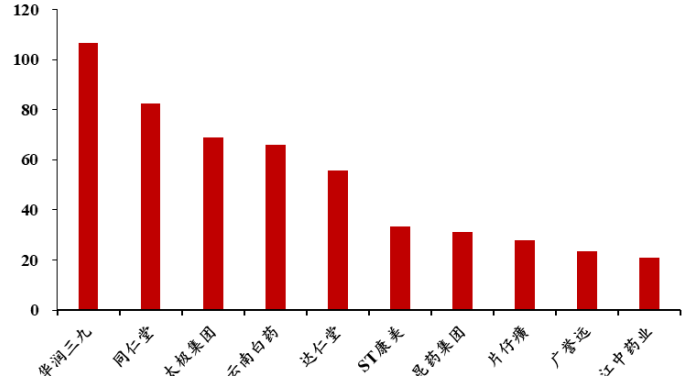
具体的来看，2023年4月24日至2023年5月5日中药板块涨幅前五名分别为*ST吉药(+38.7%)、太极集团(+29.1%)、达仁堂(+22.6%)、昆药集团(+21.8%)、华润三九(+19.6%)，跌幅排行前五名分别为*ST太安(-16.2%)、佐力药业(-11.2%)、华森制药(-8.1%)、康缘药业(-7.3%)、奇正藏药(-7.1%)。

图15: 本周(申万)中药个股涨跌幅前后5名



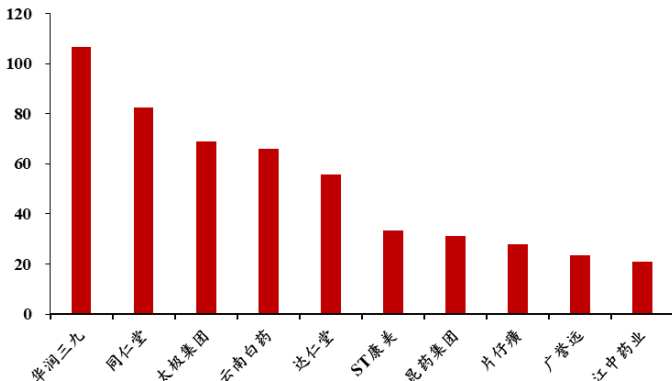
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 本周(申万)中药个股市值排行前10名(亿元)



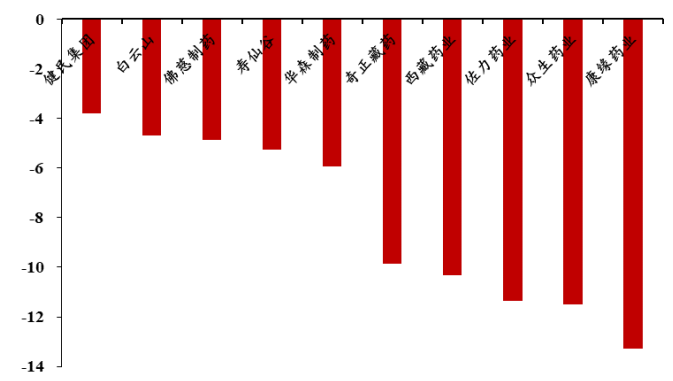
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图17: 本周(申万)中药个股市值变化排行前10名(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 本周(申万)中药个股市值变化排行后10名(亿元)

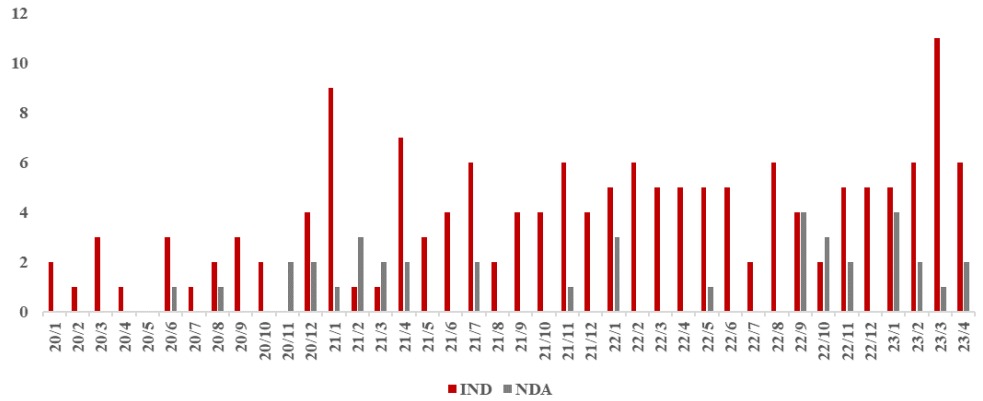


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 行业变化跟踪: 中药迎来新一轮量增周期

2023年4月, 中药新药IND受理数量为6个, NDA受理数量为2个; 2023年初至2023年5月6日, 中药新药IND受理数量为29个, NDA受理数量为8个。

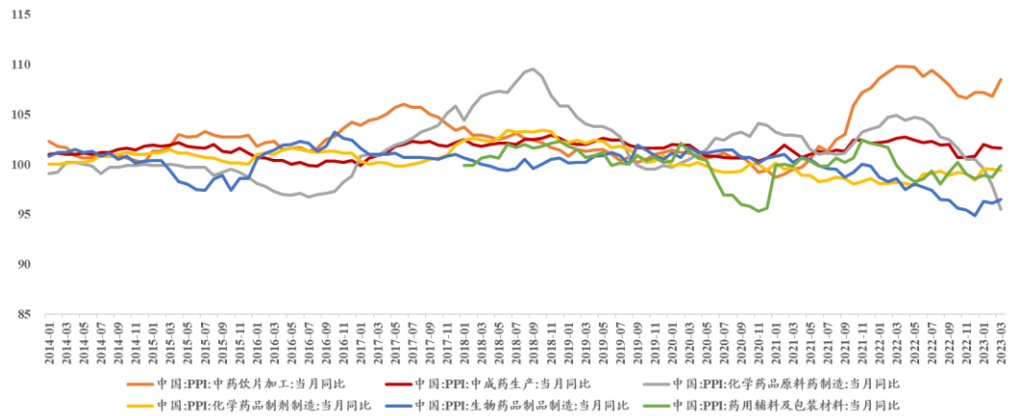
图19: 中药 IND 和 NDA 数据 (截至 2023.4)



资料来源: Wind 医药库, CDE, 浙商证券研究所

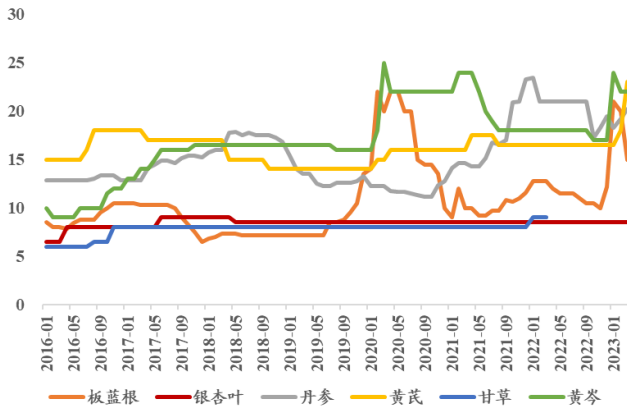
与化学原料药、化学制剂、生物药品等 PPI 指数相比, 2014-2022 年中成药生产的 PPI 指数最为稳定, 其余板块均出现较大幅度的调整; 从历史政策分析, 集采降价针对化药影响更大, 价格是影响化药销售的重要因素, 量增是中药行业后续成长的主要驱动因素。

图20: 医药相关子产业 PPI 变化



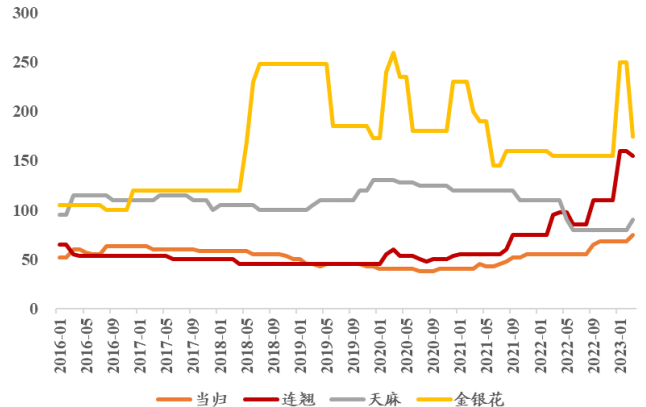
资料来源: Wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

图21: 重点中药材价格跟踪 (30 元以下品种) (单位: 元/kg)



资料来源: Wind, 中药材天地网, 浙商证券研究所

图22: 重点中药材价格跟踪 (30 元以上品种) (单位: 元/kg)



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

片仔癀：2023 年 5 月 5 日，公司发布片仔癀价格调整的公告，公司主导产品片仔癀锭剂国内市场零售价格将从 590 元/粒上调到 760 元/粒，供应价格相应上调约 170 元/粒；海外市场供应价格相应上调约 35 美元/粒。

贵州百灵：截止 2023 年 4 月 30 日，公司以集中竞价方式回购公司股份 12,096,900 股，占公司目前总股本的 0.86%，最高成交价为 8.29 元/股，最低成交价为 8.01 元/股，成交金额 1 亿元（不含交易费用）。

太龙药业：截至 2023 年 4 月 30 日，公司已累计回购股份 7,643,500 股，占公司总股本的比例为 1.33%，购买的最高价为 5.99 元/股、最低价为 4.99 元/股，已支付的总金额为 40.30 百万元（不含交易费用）。

华润三九：2023 年一季度公司实现收入 63.52 亿元（+49.46%），归母净利润 11.51 亿元（+36.90%），扣非归母净利润 11.31 亿元（+41.86%）。

九芝堂：2022 年公司实现营业收入 30.33 亿元（-19.84%），归母净利润 3.59 亿元（+2.41%），扣非归母净利润 1.18 亿元（-50.85%）；2023Q1 公司实现收入 10.89 亿元（-8.97%），归母净利润 1.62 亿元（+30.72%），扣非归母净利润 1.60 亿元（+40.61%）。

2.4 本周重点报告

《新生——2023 年中药分析框架思考》2023.5.5

核心观点：

1、中药板块新分析框架

新生：运营效率提升=新复苏周期；

历史复盘：2000 年以来，从注射剂、资源品中药主导，产业特殊发展阶段的利益支撑到招标二次议价、药占比考核，药改到医改的持续深化，中药产业经历了从出清到新复苏开始的周期；

财报更新：中药是运营质量最高的医药二级子行业，2023 年开始业绩增长超额优势有望持续。

2、 中药新周期节奏来临

出清周期复盘：医保控费力度加强、临床规范化用药（药占比），中药经历了近 10 年低增速窗口；在审批供给趋严，产业增长乏力，存量产品的结构调整、营销调整等众多因素影响下，产业艰难前行；

产业量价周期：中成药、中药饮片是医药子领域中价格最稳定的，集采推进下，温和降价；量缩是导致过去十年低增速的核心因素；

新的量增周期：审批加速、时隔 5 年的新版基药目录调整、中医医疗加快建设、企业营销改革进入兑现期等因素，支撑新的量增周期。

3、 投资建议

选股变量：①营运改善可持续；②中药创新药、国企改革、基药目录等边际变化。

推荐：羚锐制药、康恩贝、康缘药业、济川药业、桂林三金；关注东阿阿胶、片仔癀、天士力、以岭药业、同仁堂、华润三九、九芝堂等。

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>