

中药 II

报告日期：2023 年 05 月 15 日

又提效，看持续

——中药行业周报 2023 年 5 月第二周

投资要点

□ 周观点：中药板块 2022 年报及 2023 年一季报总结——经营提效，看持续

复盘行情，2022 年底至今，超额收益明显。2022 年以来，中药相关利好政策持续落地，2022 年 3 月国务院印发《“十四五”中医药发展规划》，随后中药行业人才供给、新药注册等相关政策逐一发布，伴随着 2022Q4 疫情需求带来感冒、止咳等药物需求上升，中药行业业绩弹性提升；同时，板块在 2022 年 11-12 月持续跑出超额收益。2023 年 1 月，市场对中药板块业绩持续性出现观点分歧，导致中药指数出现回调，而 2023Q1 业绩的确定性再度催化中药板块股价持续提升，2023 年初至 5 月 12 日，中药指数上涨 13.3%，在医药子行业中排名第一。

从成长性来看，2023Q1 中药板块净利润增速提升，国企改革、营销改革、疫情用药等因素催化板块放量提速。2022Q1-2023Q1，中药板块营业收入同比增速环比提升，同时 2022Q4-2023Q1 中药板块的扣非归母净利润增速高于收入增速，其原因是疫情用药需求提升及疫后院端复苏，而更为重要的驱动力来自企业内生的经营改善变化。根据我们在《新生——中药板块投资分析框架》中提出的观点，2018-2022 年多家中药企业在销售渠道、管理体系等方面做出了相关的改善方案，具体落地措施包括国企改革、股权激励、销售渠道管理优化等，我们认为行业普遍的管理提效驱动板块业绩高成长。考虑到 2022Q2 受疫情影响板块中药板块增速较低，我们预计 2023Q2 板块增速有望延续 2023Q1 的高增长趋势。

营运能力的提升印证了我们对于板块成长驱动的观点，也有望支撑中药的业绩弹性持续。资本开支角度，2018-2022 年中药板块资本支出逐年下降，同时为医药所有二级子板块中最低；运营效率角度，我们注意到 2020Q3 以来中药板块的存货周转天数呈逐季下降的趋势，库存周期逐步出清，我们认为这也是 2023 年开始中药板块整体业绩弹性的重要基础。

提效带来降费，2023Q1 中药板块盈利能力进一步提升。从费用率表现来看，2019Q1 以来板块的销售费用率呈波动下降趋势，我们认为这与中药企业普遍提效有关，2018 年以来多家企业针对营销体系采取改善举措，包括减少冗余人员、调整销售体系架构、提高费用投放精度等，进而带来板块整体费用率下降；考虑到 2021 年底开始中药材价格逐步上涨，可能会影响板块毛利率下降，同时结合企业提效带来的降费趋势，我们预计行业整体的净利率有望保持稳定。

□ 板块行情复盘：强势领涨，估值大幅上升

本周中药指数下跌 2.03%，跑赢医药生物指数 0.23 个百分点、跑输沪深 300 指数 0.06 个百分点，在医药子行业中排名第 2。自 2023 年初以来，中药指数上涨 13.3%，跑赢医药生物指数 15.0 个百分点、沪深 300 指数 11.6 个百分点，在医药子行业中排名第 1。截至 2023 年 5 月 12 日，申万中药板块 PE 估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 28.5 倍，环比下降 0.67，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，本周创新药 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，本周中药板块涨幅前五名分别为片仔癀（+10.4%）、ST 康美（+7.4%）、生物谷（+5.3%）、恩威医药（+4.0%）、陇神戎发（+2.5%），跌幅排行前五名分别为*ST 紫鑫（-22.5%）、众生药业（-14.0%）、*ST 太安（-13.0%）、方盛制药（-11.5%）、桂林三金（-11.1%）。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 14 日，中药新药 IND 受理数量为 31 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

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 《中药资源品跟踪：品牌中药，量价齐升》 2023.05.08
- 2 《新生——2023 年中药分析框架思考》 2023.05.06
- 3 《中药新药可成增长驱动？》 2023.04.23

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。

表1： 盈利预测与估值

代码	重点公司	现价	EPS		PE		评级
		2023/5/12	2023E	2024E	2023E	2024E	
600566.SH	济川药业	31.4	2.71	3.2	12	10	增持
600557.SH	康缘药业	28.2	0.98	1.25	29	23	增持
600285.SH	羚锐制药	16.2	0.98	1.16	17	14	增持
600572.SH	康恩贝	6.6	0.25	0.31	26	21	增持
002275.SZ	桂林三金	18.8	0.83	1.05	23	18	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 中药 2022 年报及 2023 年一季报总结：经营提效，看持续	5
2 板块行情复盘	8
2.1 中药指数表现：小幅回调，估值下跌	8
2.2 行业变化跟踪：中药迎来新一轮量增周期	10
2.3 重点公司本周信息跟踪	12
2.4 本周重点报告	12
3 风险提示	13

图表目录

图 1: 2022 年初到 2023 年 5 月 12 日申万中药指数表现.....	5
图 2: 2018Q1-2023Q1 中药板块成长能力.....	6
图 3: 2017-2022 年医药各子版块资本支出对比.....	6
图 4: 2019Q1-2023Q1 中药板块存货&应收账款周转天数变化.....	6
图 5: 2019Q1-2023Q1 年中药板块毛利率和费用率变化.....	7
图 6: 2018Q1-2023Q1 中药板块 ROE 拆分.....	7
图 7: 申万中药指数本周走势.....	8
图 8: 申万中药指数本年走势.....	8
图 9: 医药各子行业本周涨幅.....	8
图 10: 医药各子行业本年涨幅.....	8
图 11: 申万中药估值.....	9
图 12: 医药各子版块估值.....	9
图 13: 医药 ETF 资金净流入 (亿元).....	9
图 14: 本周 (申万) 中药个股涨跌幅前后 5 名.....	10
图 15: 本周 (申万) 中药个股市值排行前 10 名 (亿元).....	10
图 16: 本周 (申万) 中药个股市值变化排行前 10 名 (亿元).....	10
图 17: 本周 (申万) 中药个股市值变化排行后 10 名 (亿元).....	10
图 18: 中药 IND 和 NDA 数据 (截至 2023.4).....	11
图 19: 医药相关子产业 PPI 变化.....	11
图 20: 重点中药材价格跟踪 (30 元以下品种) (单位: 元/kg).....	11
图 21: 重点中药材价格跟踪 (30 元以上品种) (单位: 元/kg).....	11

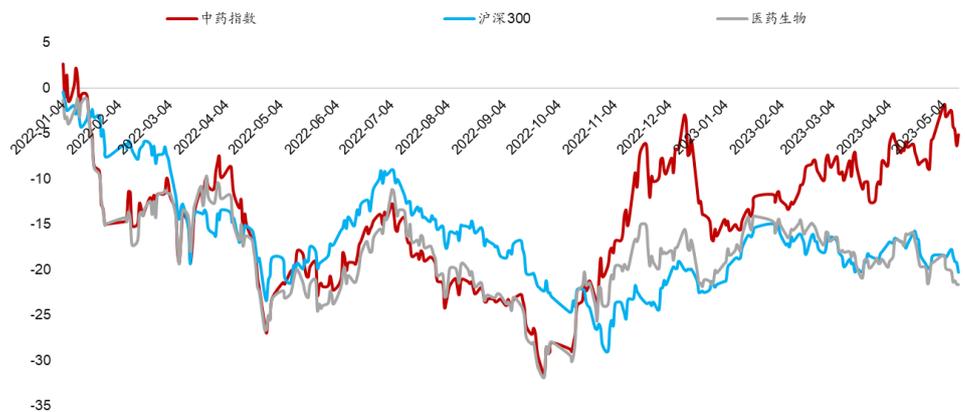
1 中药 2022 年报及 2023 年一季报总结：经营提效，看持续

复盘行情，2022 年底至今，中药板块超额收益明显。

2022 年以来，中药相关利好政策持续落地，2022 年 3 月国务院印发《“十四五”中医药发展规划》，随后中药行业人才供给、新药注册等相关政策逐一发布，伴随着 2022Q4 疫情需求带来感冒、止咳等药物需求上升，中药板块在 2022 年 11-12 月持续跑出超额收益。

2023 年 1 月，市场对中药板块业绩持续性出现观点分歧，导致中药指数出现回调，而 2023Q1 业绩的确定性再度催化中药板块股价持续提升，2023 年初至 5 月 12 日，中药指数上涨 13.3%，在医药子行业中排名第一。

图1：2022 年初到 2023 年 5 月 12 日申万中药指数表现

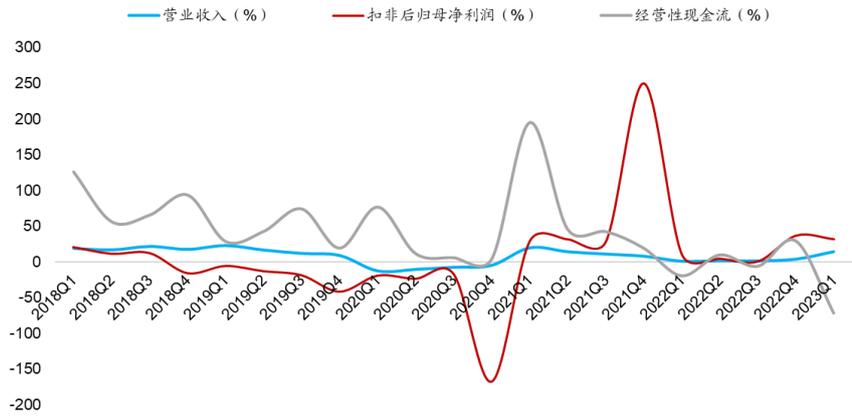


资料来源：Wind，浙商证券研究所

中药板块的成长能否持续？我们认为板块的核心成长驱动来自企业内生管理改善、运营提效，从 2023Q1 的财务表现来看，我们预计中药板块的业绩弹性有望持续。

从成长性来看，2023Q1 中药板块净利润增速提升，国企改革、营销改革、疫情用药等因素催化板块放量提速。2022Q1-2023Q1，中药板块营业收入同比增速环比提升，同时 2022Q4-2023Q1 中药板块的扣非归母净利润增速高于收入增速，其原因是疫情用药需求提升及疫后院端复苏，而更为重要的驱动力来自企业内生的经营改善变化。根据我们在《新生——中药板块投资分析框架》中提出的观点，2018-2022 年多家中药企业在销售渠道、管理体系等方面做出了相关的改善方案，具体落地措施包括国企改革、股权激励等、销售渠道管理优化等，我们认为行业普遍的管理提效驱动板块业绩高成长。考虑到 2022Q2 受疫情影响板块中药板块增速较低，我们预计 2023Q2 板块增速有望延续 2023Q1 的高增长趋势。

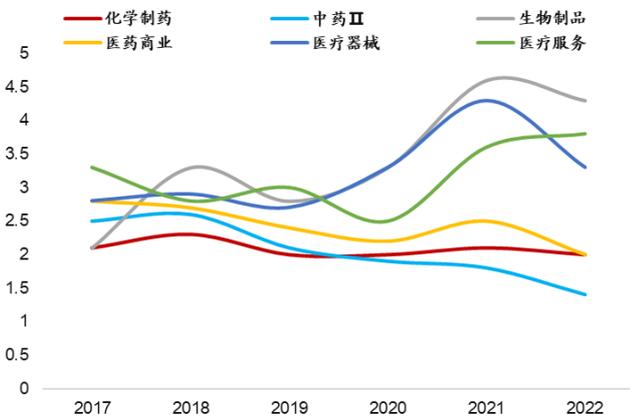
图2: 2018Q1-2023Q1 中药板块成长能力



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

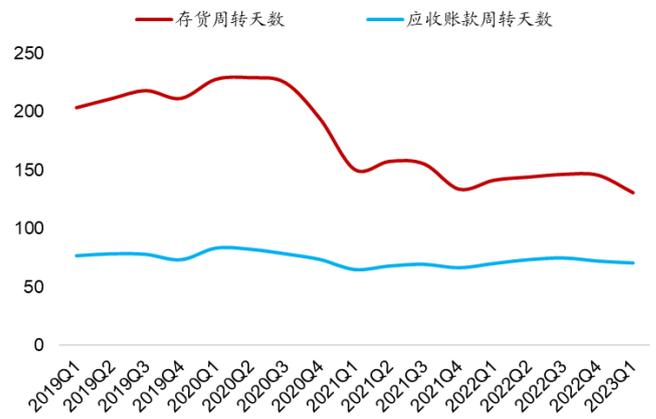
营运能力的提升印证了我们对于板块成长驱动的观点,也有望支撑中药的业绩弹性持续。资本开支角度,2018-2022年中药板块资本支出逐年下降,同时为医药各二级子版块中最低;运营效率角度,我们注意到2020Q3以来中药板块的存货周转天数呈逐季下降的趋势,库存周期逐步出清,我们认为这也是2023年开始中药板块整体业绩弹性的重要基础。

图3: 2017-2022年医药各子版块资本支出对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

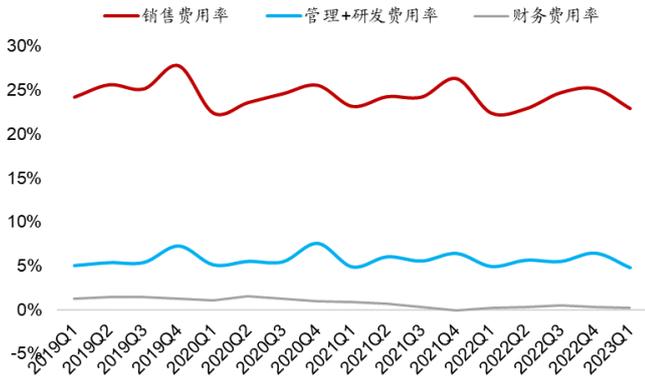
图4: 2019Q1-2023Q1 中药板块存货&应收账款周转天数变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

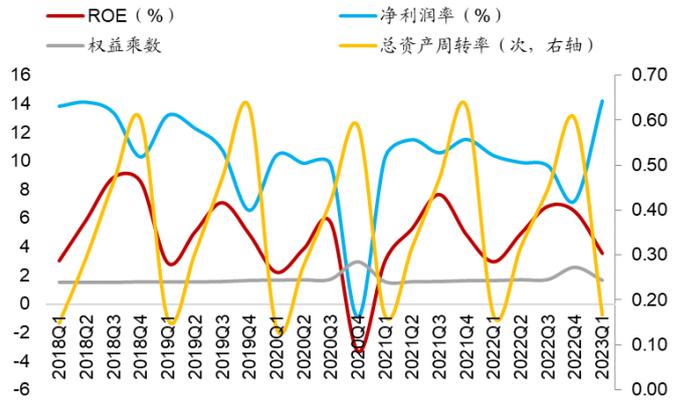
提效带来降费,2023Q1 中药板块盈利能力进一步提升。从费用率表现来看,2019Q1以来板块的销售费用率呈波动下降趋势,我们认为这与中药企业普遍提效有关,2018年以来多家企业针对营销体系采取改善举措,包括减少冗余人员、调整销售体系架构、提高费用投放精度等,进而带来板块整体费用率下降;考虑到2021年底开始中药材价格逐步上涨,可能会影响板块毛利率下降,同时结合企业提效带来的降费趋势,我们预计行业整体的净利率有望保持稳定。

图5: 2019Q1-2023Q1 年中药板块毛利率和费用率变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 2018Q1-2023Q1 中药板块 ROE 拆分



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

估值与投资建议。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,我们强调中药重量轻价,销量增长是行业增长的主要驱动力,驱动量增的核心内生驱动力来自企业内生经营改善。我们认为中药行业有四条投资主线:

1. 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;

2. 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。

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, 数据反应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, 品牌中药进入新阶段的桂林三金;

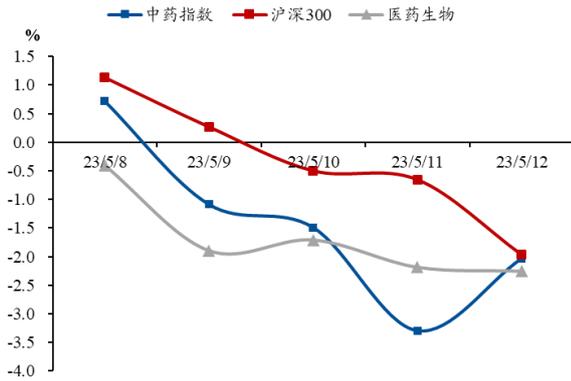
4. 低估值性价比: 推荐商业模式转型、BD 打开二次成长曲线的济川药业。

2 板块行情复盘

2.1 中药指数表现：小幅回调，估值下跌

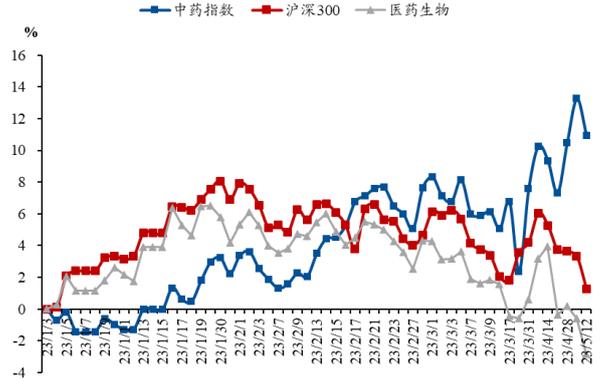
中药板块小幅回调。本周中药指数下跌 2.03%，跑赢医药生物指数 0.23 个百分点、跑输沪深 300 指数 0.06 个百分点，在医药子行业中排名第 2。自 2023 年初以来，中药指数上涨 13.3%，跑赢医药生物指数 15.0 个百分点、沪深 300 指数 11.6 个百分点，在医药子行业中排名第 1。

图7： 申万中药指数本周走势



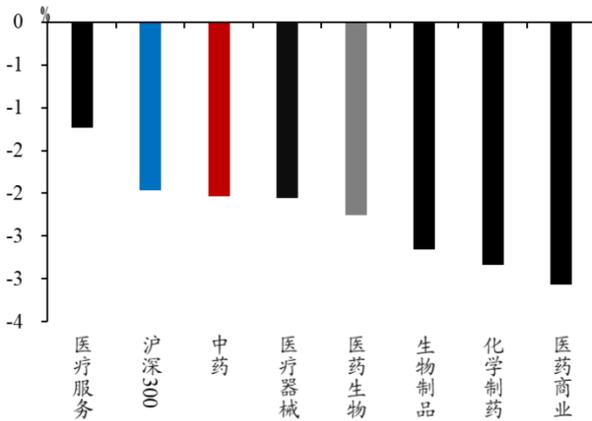
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8： 申万中药指数本年走势



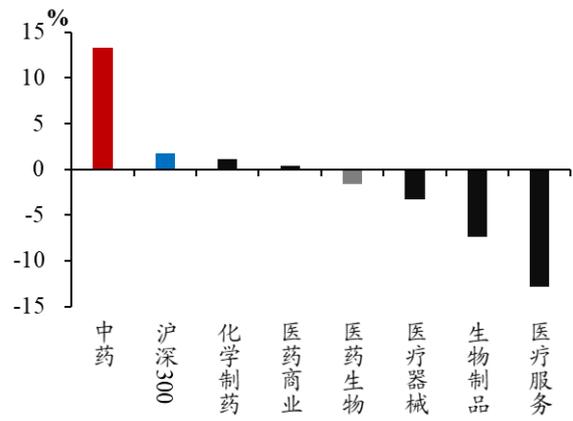
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9： 医药各子行业本周涨幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

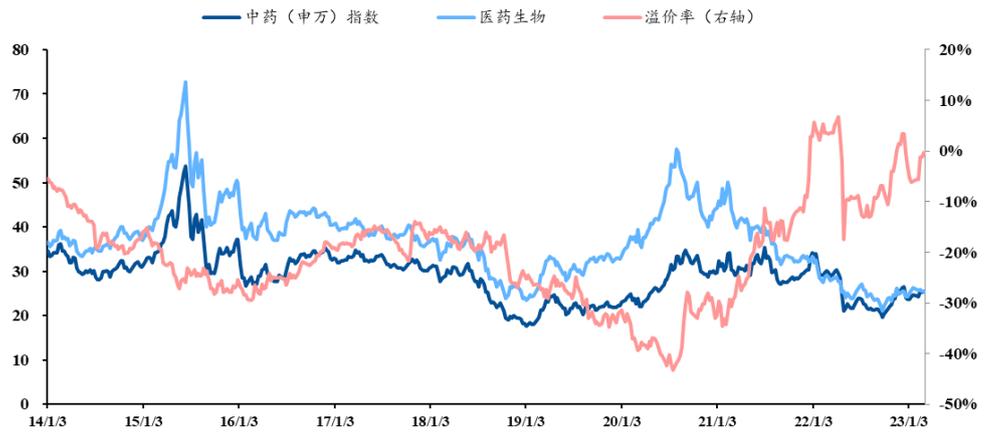
图10： 医药各子行业本年涨幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

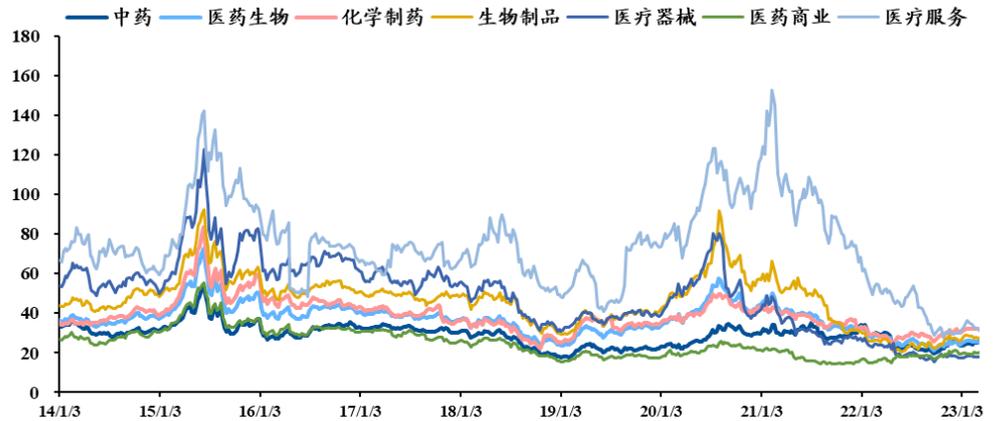
估值小幅下降。截至 2023 年 5 月 12 日，申万中药板块 PE 估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 28.5 倍，环比下降 0.67，在医药子行业中排名第 3，高于医疗器械、生物制品和医药商业，低于 2018 年以来估值均值水平。

图11: 申万中药估值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

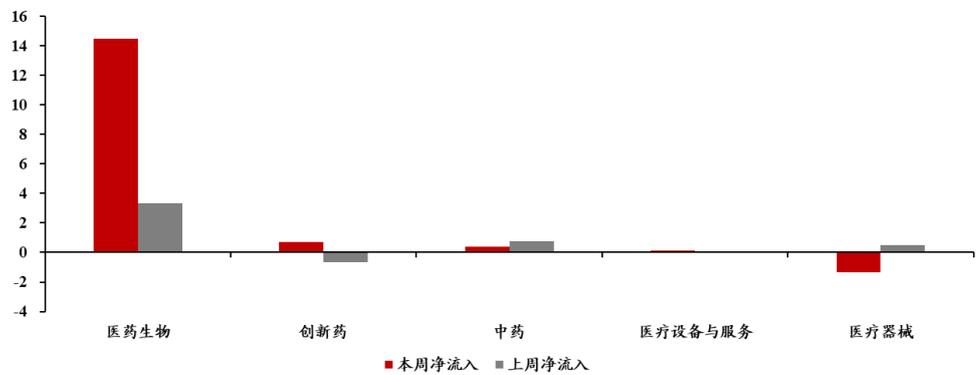
图12: 医药各子版块估值



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 实现小幅资金净流入。

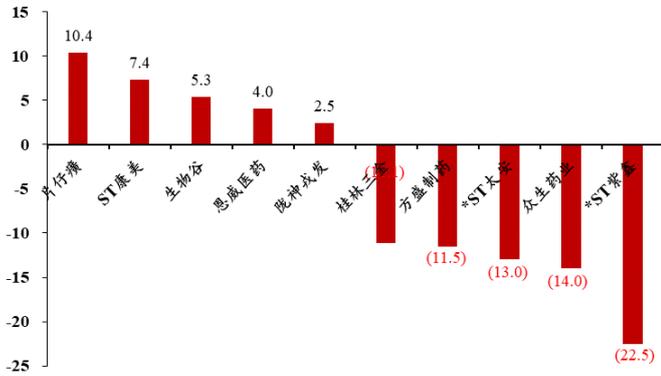
图13: 医药 ETF 资金净流入 (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

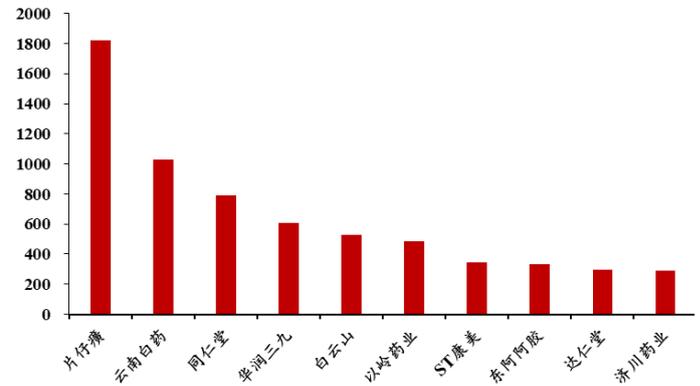
具体的来看，本周中药板块涨幅前五名分别为片仔癀 (+10.4%)、ST康美 (+7.4%)、生物谷 (+5.3%)、恩威医药 (+4.0%)、陇神戎发 (+2.5%)，跌幅排行前五名分别为*ST紫鑫 (-22.5%)、众生药业 (-14.0%)、*ST太安 (-13.0%)、方盛制药 (-11.5%)、桂林三金 (-11.1%)。

图14: 本周(申万)中药个股涨跌幅前后5名



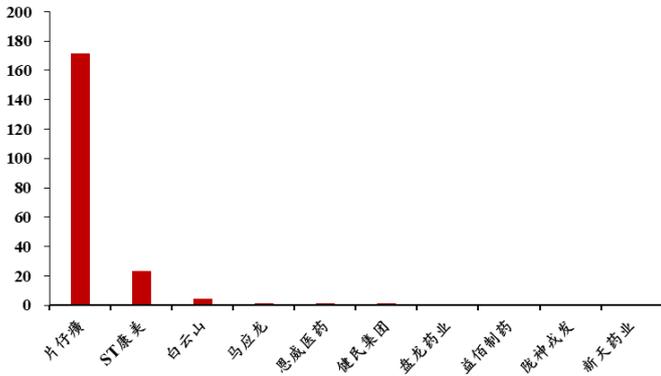
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 本周(申万)中药个股市值排行前10名(亿元)



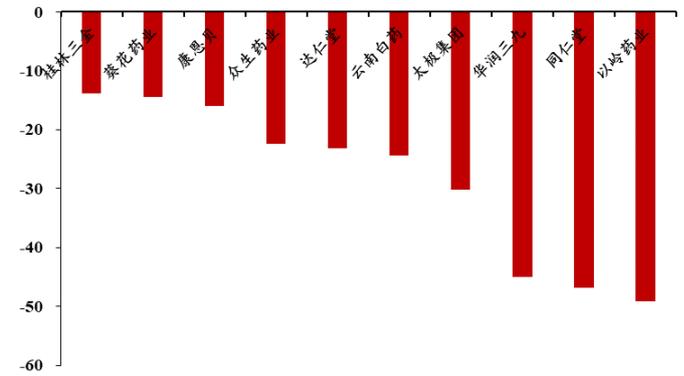
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 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17: 本周(申万)中药个股市值变化排行后10名(亿元)

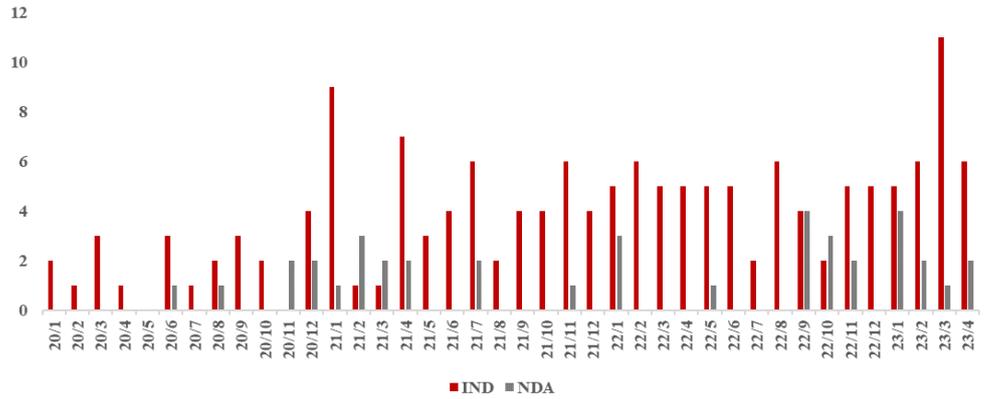


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

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14日, 中药新药IND受理数量为31个, NDA受理数量为8个。

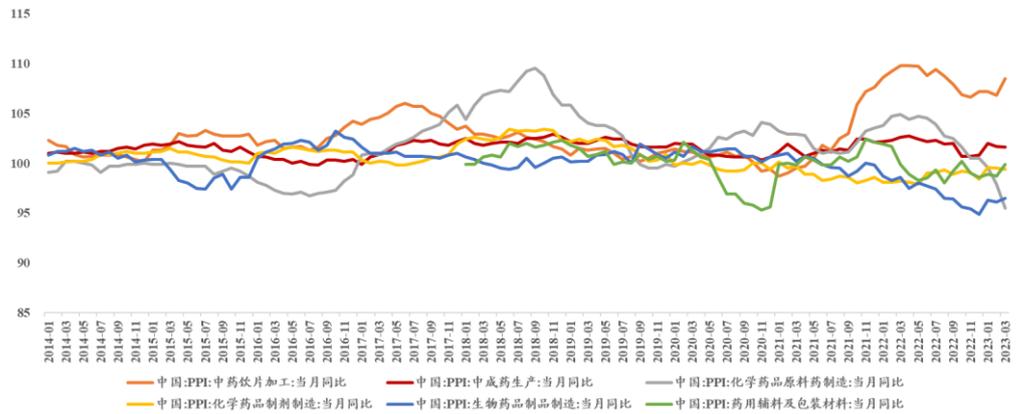
图18: 中药 IND 和 NDA 数据 (截至 2023.4)



资料来源: Wind 医药库, CDE, 浙商证券研究所

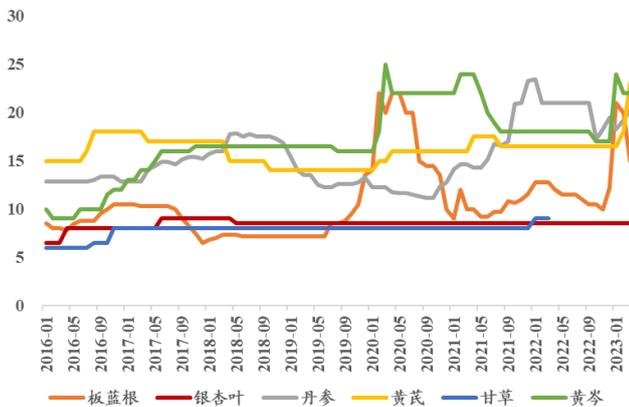
与化学原料药、化学制剂、生物药品等 PPI 指数相比, 2014-2022 年中成药生产的 PPI 指数最为稳定, 其余板块均出现较大幅度的调整; 从历史政策分析, 集采降价针对化药影响更大, 价格是影响化药销售的重要因素, 量增是中药行业后续成长的主要驱动因素。

图19: 医药相关子产业 PPI 变化



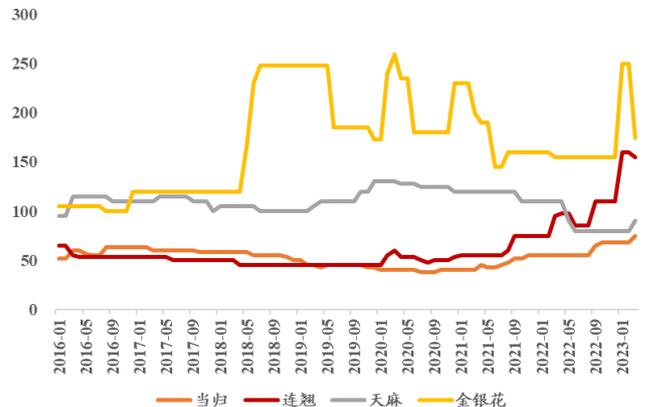
资料来源: Wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

图20: 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21: 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

九芝堂：截至2023年5月8日，2020年公司员工持股计划第二批解锁股票已全部出售完毕，2020年员工持股计划第二个锁定期已于2023年1月22日届满。第二批解锁股票数量为800万股，占本员工持股计划所持标的股票总数的50%，占公司总股本的0.93%。

寿仙谷：自2023年4月20日至2023年5月8日期间，公司股票已有十个交易日的收盘价格不低于“寿仙转债”当期转股价21.64元/股的130%（即28.13元/股），若在未来连续二十个交易日内，公司股票有五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%，将触发“寿仙转债”的有条件赎回条款。

以岭药业：公司厄贝沙坦分散片通过了仿制药质量和疗效一致性评价，剂型为片剂，规格为75mg，注册分类为化学药品。厄贝沙坦是一种有效的、口服活性的选择性血管紧张素-II受体(AT1亚型)拮抗剂，其药品说明书中适应症为：治疗原发性高血压。合并高血压的2型糖尿病肾病的治疗。厄贝沙坦分散片是《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2022年）》乙类品种。

白云山：公司子公司光华药业于近日收到国家药品监督管理局（颁发的药物临床试验批准通知书，光华药业的儿童小柴胡颗粒符合药品注册的有关要求，同意在儿童人群开展小儿胃肠型感冒临床试验。光华药业拟于近期开展临床试验。

2.4 本周重点报告

《资源品中药提价驱动——中药板块投资新主线》2023.5.8

核心观点：

1.资源品中药的行业间对比：类比其他高端消费品，具有产品壁垒高，量价齐升逻辑；

2、药材成本上涨，涨价预期提升：2022年，中药材进入新一轮价格上涨周期，天然麝香、牛黄等高端中药材涨幅较高；中药材价格上涨，带动资源品中药涨价预期提升；

3、资源品中药片仔癀的提价启示录：产品关键要素：品牌积累、产品稀缺、疗效独特；持续提价能力：提价对冲中药材原料上涨和长期通胀，保持产品高毛利率；提价效应：提价周期内收入高增长，同时提价延续性对第二年业绩仍有提振效应；业绩驱动：2018-2022年，收入增长98%=销量增长43%×出厂价提升38%；

4、投资建议：本次片仔癀提价是历史最大幅提价，对未来业绩有强驱动力；建议关注片仔癀（提价29%）、同仁堂（安宫牛黄丸）、广誉远、东阿阿胶等资源品中药企业；

5、风险提示：中药材价格上涨风险，产品渠道库存波动。

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>