

中药 II

报告日期：2023 年 06 月 04 日

基药：中药重要新催化

——中药行业周报 2023 年 6 月第一周

投资要点

□ 中成药：展望基药带来的中药行业新机遇

基药或迎来第六次调整，有望催化中药行业放量。我们此前在《新生——2023 年中药板块投资分析框架》中提出，中药行业有望迎来新一轮量增周期，其中基药目录调整有望成为行业量增的重点催化。我们从如下几个维度对基药目录的影响进行分析：

1. **中成药调入基药目录数量有望增加。**我国共制定过 5 次基药目录，时间分别为 1981/1996/2009/2012/2018 年，通过梳理过去基药目录品种数量，2009/2012/2018 年三版基药目录中化学药品+生物制品数量分别为 205/317/417 个，中成药品种数量分别为 102/203/268 个，中药占比从 33%提升至 39%。2021 年 11 月发布的《管理办法》也再次强调基本药物选择将坚持中西医并重的原则，我们认为新版基药目录中中药占比有望持续提升。此外，我们预计已经在医保目录而尚不是基药的品种有望调入基药目录。

2. **中成药有望加速进院节奏，加快院端放量。**2019 年 10 月，国务院发布《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》中从国家层面明确基药配备使用的比例，提出 986 政策；**从医院使用数据来看，基本药物占比提升的趋势也在持续。**根据国家卫健委，在全国三级公立医院中，2018-2021 年门诊患者基药处方占比从 52.3%上升至 56.0%，住院患者基药使用率从 95.4%上升至 95.8%；二级公立中医医院中该趋势同样明确，2021 年全国二级公立中医医院中门诊患者基本药物处方占比为 50.05% (+0.32pct)，住院患者基本药物使用占比为 54.33% (+1.24%)。2022 年 5 月，国家卫健委发布《关于印发国家二级公立医院绩效考核操作手册（2022 版）的通知》，以量化的方式将基本药物的使用比例列入考核指标，我们预计随着政策监督加强，基药在院端使用比例有望进一步提升。

3. **从进院后放量来看，我们认为对于销售体系较为强势的企业，基药目录或效果更好。**2018 版基药目录中新增中成药 67 种，我们梳理了部分药品在调入基药以来的销售增速，根据 wind 医药库，2019 年金花清感颗粒/杏贝止咳颗粒/苏黄止咳胶囊/乌灵胶囊/金振口服液在样本医院的销售增速分别为 165.6%/281.2%/36.6%/38.1%/29.8%，调入基药目录帮助药品销售量实现较快增长，我们预计基药有望成为推动中成药品种放量的重要催化，同时自身销售能力较为强势、或在销售体系上有积极变化的公司更有可能获益。

本次目录调整强调中西医并重，同时 986 政策有助于基药快速覆盖基层医院，我们认为本次调整有望帮助中药品种降低入院门槛，结合此前我们在《新生——2023 年中药板块投资分析框架》中提出的观点，基药目录或成为中药新一轮量增周期的催化剂；此外本次基药目录调整有望首次纳入儿童药品目录，利好儿科用药相关企业，我们推荐济川药业、羚锐制药、康恩贝、康缘药业、桂林三金；关注东阿阿胶、片仔癀、太极集团、健民集团、贵州三力、天士力、以岭药业、同仁堂、华润三九等。

□ 板块行情复盘：指数回调，估值下降

本周中药指数下降 2.47%，跑输医药生物指数 0.40 个百分点、跑输沪深 300 指数 2.76 个百分点，在医药子行业中排名第 4。自 2023 年初以来，中药指数上涨 14.7%，跑赢医药生物指数 16.2 个百分点、沪深 300 指数 14.9 个百分点，**在医药子行业中排名第 1。**截至 2023 年 6 月 2 日，申万中药板块 PE 估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 28.9 倍，环比下降 0.84，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，本周中药 ETF 资金净流入最高，净流入资金 2.68 亿元。具体标的来看，本周中药板块涨幅前五名分别为*ST 吉药 (+4.52%)、奇正藏药

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 《国采来了，再论中药》
2023.06.01
- 2 《基药或调整，中药新催化》
2023.05.17
- 3 《又提效，看持续》
2023.05.16

(+3.67%)、马应龙(+2.91%)、东阿阿胶(+2.22%)、红日药业(+1.14%)，跌幅排行前五名分别为*ST紫鑫(-21.62%)、*ST太安(-10.15%)、众生药业(-9.45%)、千金药业(-8.67%)、达仁堂(-6.73%)。

中药研发进展更新：2023年5月，中药新药IND受理数量为6个，NDA受理数量为1个；2023年初至2023年6月4日，中药新药IND受理数量为34个，NDA受理数量为10个。

总结：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。我们看好中药行业四条投资主线：

(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 (元/股)		PE (倍)		评级
		2023/6/3	2023E	2024E	2023E	2024E	
600566.SH	济川药业	29.8	2.71	3.2	11	9	增持
600557.SH	康缘药业	27.4	0.98	1.25	28	22	增持
600285.SH	羚锐制药	16.4	0.98	1.16	17	14	增持
600572.SH	康恩贝	6.7	0.25	0.31	27	22	增持
002275.SZ	桂林三金	18.5	0.83	1.05	22	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 中成药：基药或将落地，趋势如何展望？	5
2 板块行情复盘	7
2.1 中药指数表现：板块回调，估值下跌	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
3 风险提示	11

图表目录

图 1: 基药目录历史调整.....	5
图 2: 申万中药指数本周走势.....	6
图 3: 申万中药指数本年走势.....	6
图 4: 进入基药后销售情况.....	6
图 5: 申万中药指数本周走势.....	7
图 6: 申万中药指数本年走势.....	7
图 7: 医药各子行业本周涨幅.....	7
图 8: 医药各子行业本年涨幅.....	7
图 9: 申万中药估值.....	8
图 10: 医药各子版块估值.....	8
图 11: 医药 ETF 资金净流入 (亿元)	8
图 12: 本周 (申万) 中药个股涨跌幅前后 5 名	9
图 13: 本周 (申万) 中药个股市值排行前 10 名 (亿元)	9
图 14: 本周 (申万) 中药个股市值变化排行前 10 名 (亿元)	9
图 15: 本周 (申万) 中药个股市值变化排行后 10 名 (亿元)	9
图 16: 中药 IND 和 NDA 数据 (截至 2023.5)	9
图 17: 医药相关子产业 PPI 变化.....	10
图 18: 重点中药材价格跟踪 (30 元以下品种) (单位: 元/kg)	10
图 19: 重点中药材价格跟踪 (30 元以上品种) (单位: 元/kg)	10
表 1: 盈利预测与估值.....	2

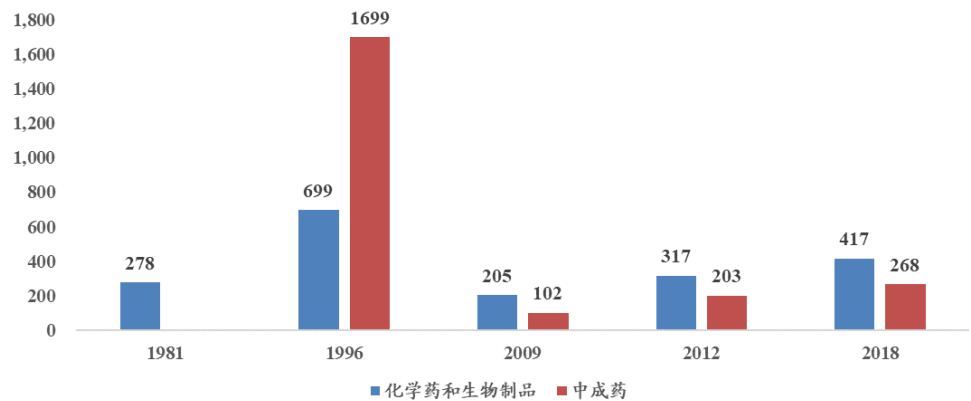
1 中成药：基药或将落地，趋势如何展望？

基药或迎来第六次调整。根据 2023 年全国卫生健康药政工作电视电话会议的内容，2023 年基本药物目录是工作重点之一，结合 2021 年 11 月卫健委发布《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》公开征求意见稿，明确提出基药目录调整周期原则上不超过 3 年，我们认为基药目录或落地在即。

基药目录落地有望催化中药行业放量。我们此前在《新生——2023 年中药板块投资分析框架》中提出，中药行业有望迎来新一轮量增周期，其中基药目录调整有望成为行业量增的重点催化。我们从如下几个维度对基药目录的影响进行分析：

1. **中成药调入基药目录数量有望增加。**我国共制定过 5 次基药目录，时间分别为 1981/1996/2009/2012/2018 年，通过梳理过去基药目录品种数量，2009/2012/2018 年三版基药目录中化学药品+生物制品数量分别为 205/317/417 个，中成药品种数量分别为 102/203/268 个，中药占比从 33%提升至 39%。2021 年 11 月发布的《管理办法》也再次强调基本药物选择将坚持中西医并重的原则，我们认为新版基药目录中中药占比有望持续提升。此外，我们预计已经在医保目录而尚不是基药的品种有望调入基药目录。

图1：基药目录历史调整

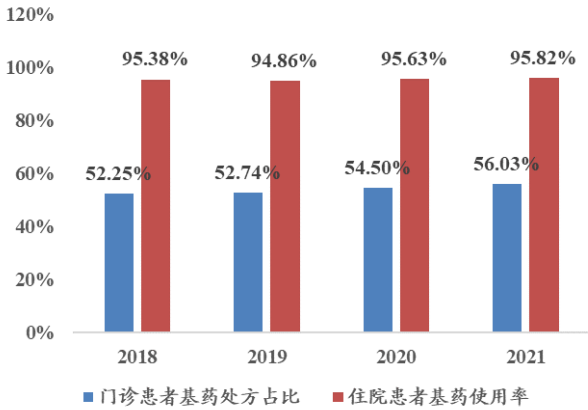


资料来源：国家卫健委，浙商证券研究所

2. **中成药有望加速进院节奏，加快院端放量。**2019 年 10 月，国务院发布《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》中从国家层面明确基药配备使用的比例，提出 986 政策，即要求“基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于 90%、80%、60%”，同时推动各医疗机构形成“1+X”的用药模式（“1”为基本药物，“X”为非基本药物）。

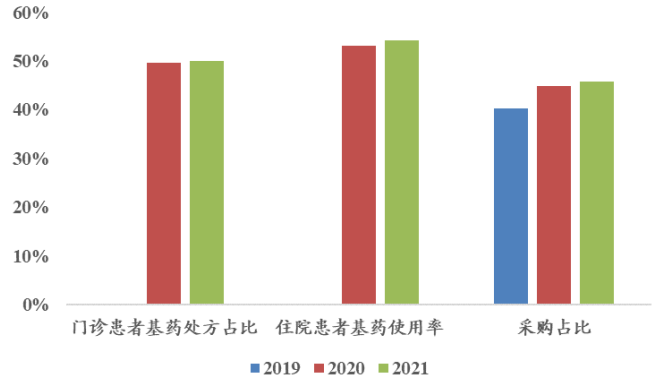
从医院使用数据来看，基本药物占比提升的趋势也在持续。根据国家卫健委，在全国三级公立医院中，2018-2021 年门诊患者基药处方占比从 52.3%上升至 56.0%，住院患者基药使用率从 95.4%上升至 95.8%；二级公立中医医院中该趋势同样明确，2021 年全国二级公立中医医院中门诊患者基本药物处方占比为 50.05%（+0.32pct），住院患者基本药物使用占比为 54.33%（+1.24%）。2022 年 5 月，国家卫健委发布《关于印发国家二级公立医院绩效考核操作手册（2022 版）的通知》，以量化的方式将基本药物的使用比例列入考核指标，我们预计随着政策监督加强，基药在院端使用比例有望进一步提升。

图2: 申万中药指数本周走势



资料来源: 国家卫健委, 浙商证券研究所

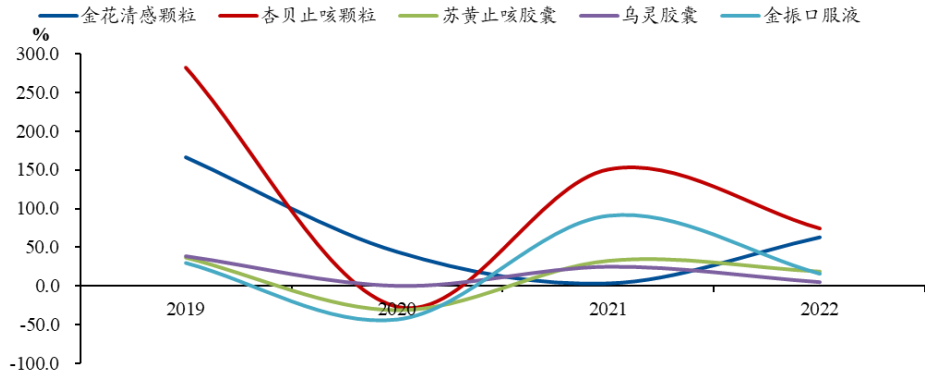
图3: 申万中药指数本年走势



资料来源: 国家中医药管理局, 浙商证券研究所

3. 从进院后放量来看, 我们认为对于销售体系较为强势的企业, 基药目录或效果更好。2018 版基药目录中新增中成药 67 种, 我们梳理了部分药品在调入基药以来的销售增速, 根据 wind 医药库, 2019 年金花清感颗粒/杏贝止咳颗粒/苏黄止咳胶囊/乌灵胶囊/金振口服液在样本医院的销售额增速分别为 165.6%/281.2%/36.6%/38.1%/29.8%, 调入基药目录帮助药品销售量实现较快增长, 我们预计基药有望成为推动中成药品种放量的重要催化, 同时自身销售能力较为强势、或在销售体系上有积极变化的公司更有可能获益。

图4: 进入基药后销售情况



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

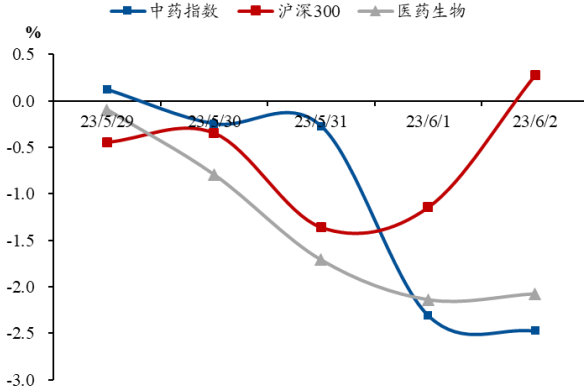
本次目录调整强调中西医并重, 同时 986 政策有助于基药快速覆盖基层医院, 我们认为本次调整有望帮助中药品种降低入院门槛, 结合此前我们在《新生——2023 年中药板块投资分析框架》中提出的观点, 基药目录或成为中药新一轮量增周期的催化剂; 此外本次基药目录调整有望首次纳入儿童药品目录, 利好儿科用药相关企业, 我们推荐济川药业、羚锐制药、康恩贝、康缘药业、桂林三金; 关注东阿阿胶、片仔癀、太极集团、健民集团、贵州三力、天士力、以岭药业、同仁堂、华润三九等。

2 板块行情复盘

2.1 中药指数表现：板块回调，估值下跌

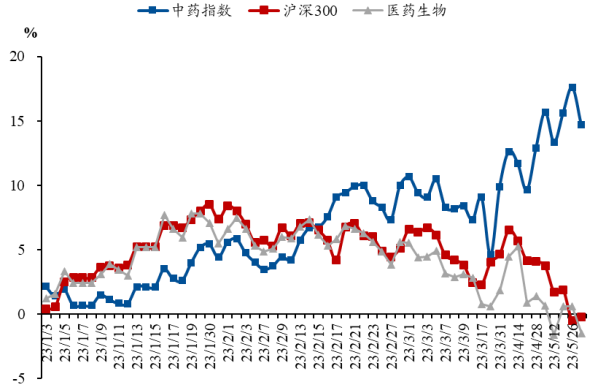
板块回调，跑输行业。本周中药指数下降 2.47%，跑输医药生物指数 0.40 个百分点、跑输沪深 300 指数 2.76 个百分点，在医药子行业中排名第 4。自 2023 年初以来，中药指数上涨 14.7%，跑赢医药生物指数 16.2 个百分点、沪深 300 指数 14.9 个百分点，在医药子行业中排名第 1。

图5：申万中药指数本周走势



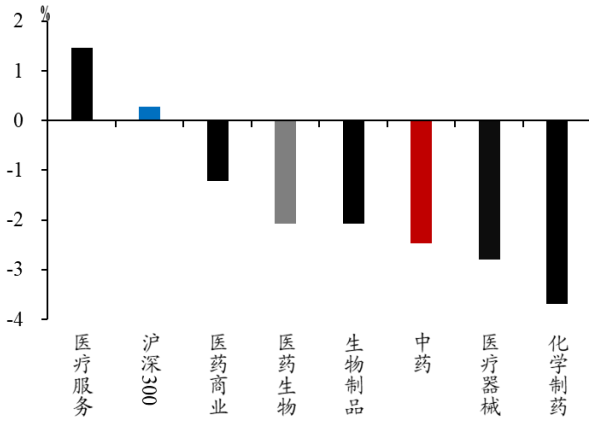
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：申万中药指数本年走势



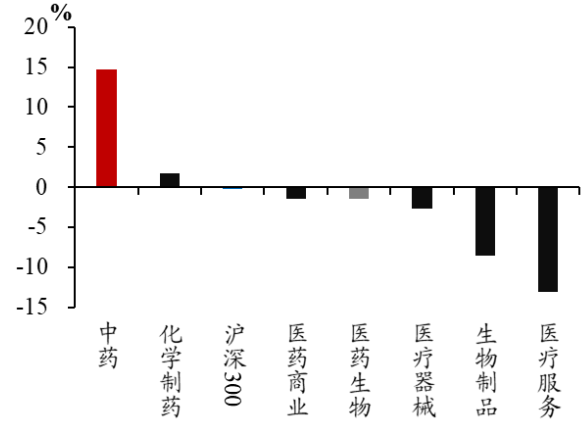
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：医药各子行业本周涨幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

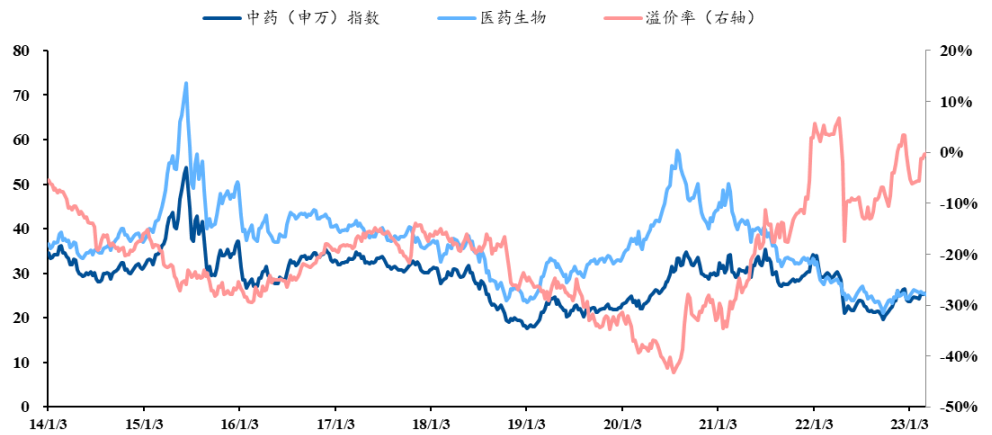
图8：医药各子行业本年涨幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

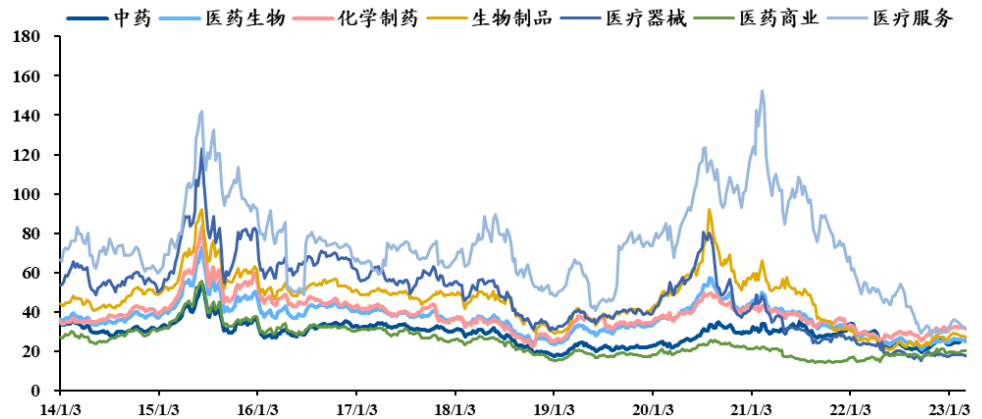
估值环比下跌。截至 2023 年 6 月 2 日，申万中药板块 PE 估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 28.9 倍，环比下降 0.84，在医药子行业中排名第 3，高于医疗器械、生物制品和医药商业，低于 2018 年以来估值均值水平。

图9: 申万中药估值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

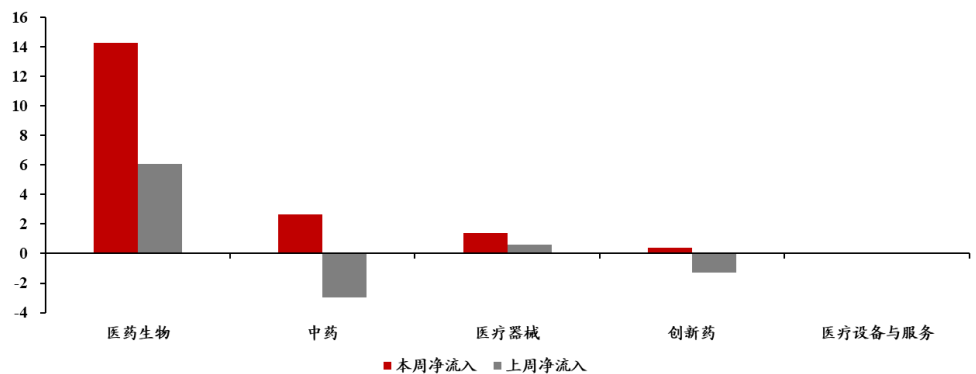
图10: 医药各子版块估值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从资金流向来看, 本周中药ETF资金净流入最高, 净流入资金2.68亿元。

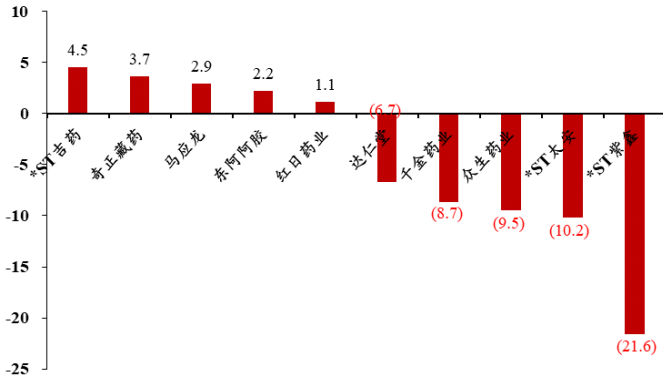
图11: 医药ETF资金净流入(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

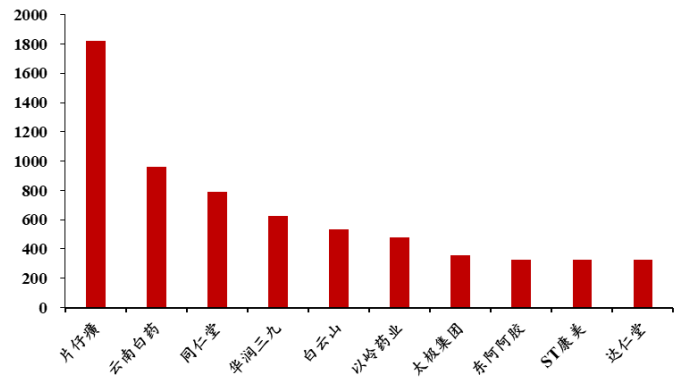
具体标的来看, 本周中药板块涨幅前五名分别为*ST吉药(+4.52%)、奇正藏药(+3.67%)、马应龙(+2.91%)、东阿阿胶(+2.22%)、红日药业(+1.14%), 跌幅排行前五名分别为*ST紫鑫(-21.62%)、*ST太安(-10.15%)、众生药业(-9.45%)、千金药业(-8.67%)、达仁堂(-6.73%)。

图12: 本周(申万)中药个股涨跌幅前后5名



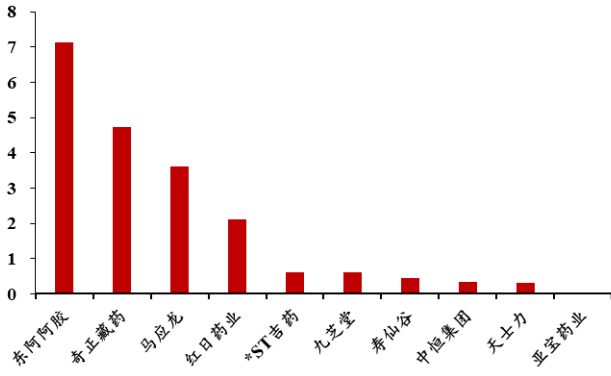
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 本周(申万)中药个股市值排行前10名(亿元)



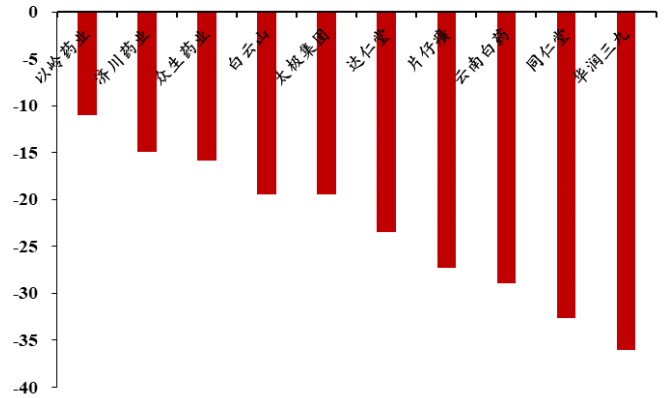
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 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15: 本周(申万)中药个股市值变化排行后10名(亿元)

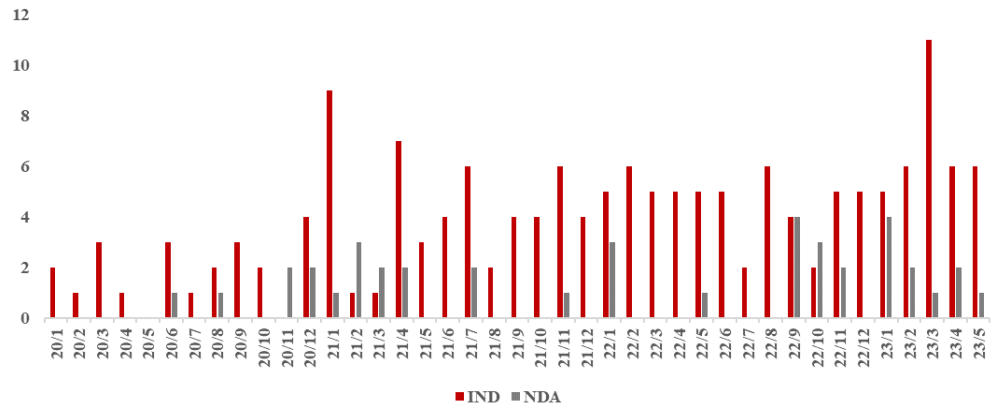


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 行业变化跟踪: 中药迎来新一轮量增周期

2023年5月, 中药新药IND受理数量为6个, NDA受理数量为1个; 2023年初至2023年6月4日, 中药新药IND受理数量为34个, NDA受理数量为10个。

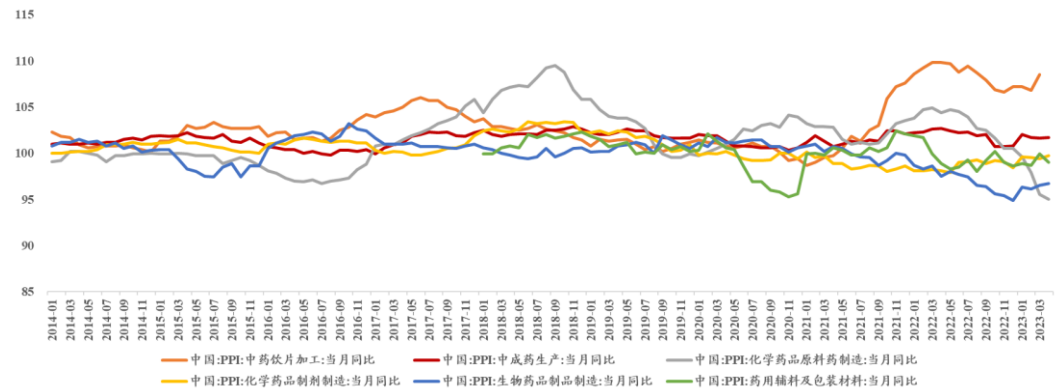
图16: 中药IND和NDA数据(截至2023.5)



资料来源: Wind 医药库, CDE, 浙商证券研究所

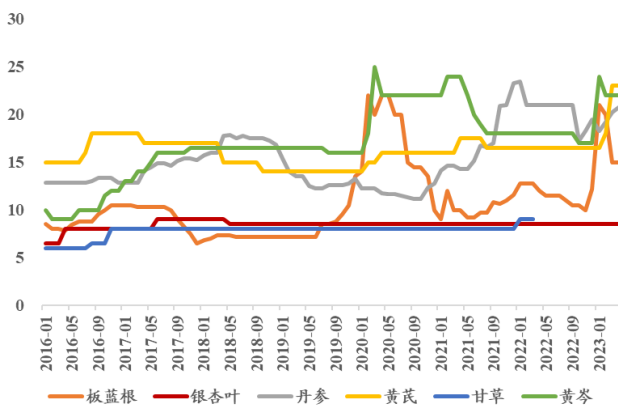
与化学原料药、化学制剂、生物药品等 PPI 指数相比，2014-2022 年中成药生产的 PPI 指数最为稳定，其余板块均出现较大幅度的调整；从历史政策分析，集采降价针对化药影响更大，价格是影响化药销售的重要因素，量增是中药行业后续成长的主要驱动因素。

图17: 医药相关子产业 PPI 变化



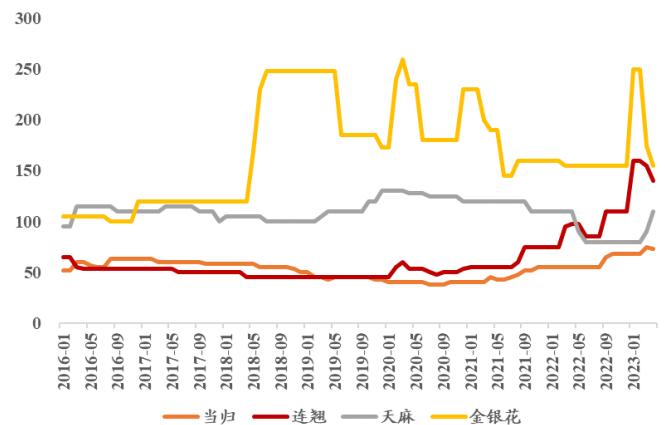
资料来源: Wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

图18: 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19: 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**：中药国有企业，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。

2.3 重点公司本周信息跟踪

云南白药：2022 年 12 月 13 日至 2023 年 5 月 26 日期间，员工持股计划所持有的 23,379,996 股公司股票已通过二级市场集中竞价和大宗交易方式全部减持完毕，占公司当前总股本的 1.30%。其中，大宗交易的受让方与公司持股 5%以上股东不存在关联关系或者一致行动关系。

羚锐制药：羚锐集团持有公司股票 121,817,898 股，占公司总股本比例为 21.47%。本次解除质押后，羚锐集团持有本公司股份累计质押数量为 65,257,148 股，占其持股数量比例为 53.57%，占公司总股本的 11.50%。

九芝堂：公司控股子公司九芝堂美科（北京）细胞技术有限公司缺血耐受同种异体骨髓间充质干细胞《临床试验通知书》（受理号：JXSL1900126）开展的缺血性脑卒中的临床试验正式启动，本项目 I 期临床试验（即临床试验第一阶段）已完成全部参与者入组，试验结果初步表明缺血耐受同种异体骨髓间充质干细胞治疗慢性缺血性卒中患者的安全性。基于当前 I 期临床试验数据，经国家药品监督管理局药品审评中心评估，公司同意本项目进入 II a 期临床试验。

白云山：2023 年 5 月 31 日，本公司控股子公司广州广药益甘生物制品股份有限公司（“益甘生物”）开展的治疗性双质粒 HBV DNA 疫苗 IIc 期临床试验方案 A 和方案 B 获得了《治疗性双质粒 HBV DNA 疫苗 IIc 期临床研究报告》。

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>