

关注中药转型机遇，拥抱创新和消费主线

医药健康行业
推荐 维持评级

核心观点

- **中药饮片发展较快，中成药发展步入瓶颈。** 中药饮片应用目前还不受诸多医改政策限制，发展势头好于中成药。中成药受取消加成和药占比限制，医生开药动力受到抑制，部分中药大品种也被纳入地方性“辅助用药”管理，受到更严格的用量限制。多重政策压力导致中成药增速放缓，发展势头不如中药饮片。
- **中医药将面临更多控费压力。** 未来中成药也将纳入全国性药品带量集采范畴，部分地方已开始试点中成药带量采购。中药饮片取消加成相关工作也在研究之中。随着医改持续推进，预计未来医保控费措施将涵盖中医药全领域。中医药医保控费标准或对标西药，实行中西医同病同效同价。大部分中药的成本要高于同病同效的化药，若实行中西医同病同效同价，则中药利润将会受到严重挤压。
- **医保控费倒逼中药企业转型。** 应对医保控费压力，中药企业有如下三种转型策略：（1）转型创新型中药，研发疗效显著且竞品较少的中成药，缓解竞争降价压力；（2）转型“医保免疫”的普通消费品，直接回避医保控费压力；（3）转型高质量低成本的中药材生产商，控制成本，向上游传导降价压力。
- **转型创新型中药企业。** 随着医保控费措施加大对疗效不明或疗效未经科学验证的用药限制，大量现存中药品种势必补充疗效验证试验，中药创新研发也将面临更加规范的试验验证。国家出台政策要求优化中药审评审批管理，完善中药分类注册管理，有望加快中药新药审批速度，减轻中药新药研发难度。中药审批制度改革利好具有较强创新能力的中药企业。
- **转型“医保免疫”的普通消费品。** 普通消费品作为非诊疗消费，审批比药品更容易，且和医保无关。在普通消费品中结合中药成分，既可以发挥企业自身优势，也可以避开医保限制。转型具有刚需属性的日用消费品能够获得抗通胀的收入来源，大众消费品就是典型的刚需。
- **转型低成本、高质量的中药材生产商。** 中药制造企业迫切需要标准化、规模化的中药材生产基地。针对可人工种植或繁衍的中药材，需要用规模化生产代替个体户劳作；针对无法培育的野生资源，需要研发人工培育方式；对于部分供不应求极端稀缺的中药材，需要摸索人工合成有效成分来替代自然资源。
- **投资建议：** 建议关注聚焦创新和消费两条主线的中药企业转型的投资机会。例如，我们看好创新型中药企业以岭药业和消费品龙头云南白药的发展前景。近期市场风格变化，投资者更加关注低估值因子，中药板块低PEG、高股息率且公司基本面良好的个股或更受资金关注。
- **风险提示：** 中成药集采降价的风险、中药饮片取消加成的风险、企业转型失败的风险等。

分析师

孟令伟

☎: 010-80927652

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070001

刘晖

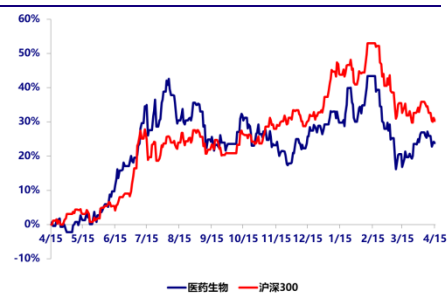
☎: 010-80927655

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080003

行业数据

2021.04.15



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

2020-12-10【银河医药健康】行业点评报告: 关注对医改政策免疫的医药快消品

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

随着医改持续推进,中医药将面临更加严格的医保控费压力,可能的控费措施包括但不限于中成药集采、中药饮片取消加成、中成药价格对标同病同效的西药。医保控费压力将倒逼中医药转型:(1)转型创新型中药,研发疗效显著且竞品较少的中成药,缓解竞争降价压力;(2)转型“医保免疫”的普通消费品,直接回避医保控费压力;(3)转型高质量低成本的中药材生产商,控制成本,向上游传导降价压力。

转型成功的中药企业能有效提高竞争力,甚至开辟新的市场。应当关注中药企业转型中的发展机遇。

行业估值与投资建议:

近两年,中药板块估值相对医药板块估值均为折价。以申万行业分类计算,从2019年初至今,申万三级中药行业指数PE相对于申万一级医药生物PE折价率在20%-35%区间,平均折价率为27.89%。截至2021年4月14日,中药板块相对于医药生物板块PE折价22.68%,中药板块估值相对于医药生物板块估值溢价率略高于近两年平均水平。

应当精选个股,一方面关注企业转型创新和消费的机遇,另一方面寻找低估值且基本面良好的中药企业。

行业表现的催化剂:

国家连续出台扶持中医药政策,中药板块走势时常受事件驱动。若医药中涨幅较大的赛道持续杀估值,中药板块有望跑赢医药内其他板块。

主要风险因素:

中成药集采降价的风险、中药饮片取消加成的风险、企业转型失败的风险等。

目 录

一、中药行业发展概况	3
(一) 受政策扶植影响, 中药材种植大幅扩张.....	3
(二) 中成药市场增速放缓, 特色中药饮片景气度高.....	4
(三) 中药类进口不断攀升, 对新兴市场出口增长快.....	5
二、医改节奏加快, 中医药将面临更大控费压力	7
(一) 医改进入深水区, 医保支付改革系重中之重.....	7
(二) 医保控费措施全面推广, 中医药将面临更大控费压力.....	9
三、国务院出台重要措施, 中医药产业有望加速转型	10
(一) 结合循证医学, 转型创新型中药.....	10
(二) 规避医保压力, 转型“医保免疫”的普通消费品.....	11
(三) 重视成本控制, 转型高质量低成本的中药材生产商.....	12
四、代表中药转型方向的公司实例	14
(一) 以岭药业(002603.SZ): 循证医学创新型中药领跑者.....	14
(二) 云南白药(000538.SZ): 转型“医保免疫”的大众消费品.....	15
(三) 健民集团(600976.SH): 独特的体外培育牛黄技术.....	16
五、中药板块在医药行业内的估值水平	18
六、投资建议	21
(一) 关注中药企业转型的机遇, 聚焦创新和消费两条主线.....	21
(二) 关注估值较低且基本面良好的中药企业.....	21
七、重点推荐公司	24
(一) 以岭药业(002603.SZ): 疫情促产品放量, 品牌知名度提升.....	24
(二) 云南白药(000538.SZ): 消费龙头地位稳固, 多元化拓宽领域.....	25
八、风险提示	26

一、中药行业发展概况

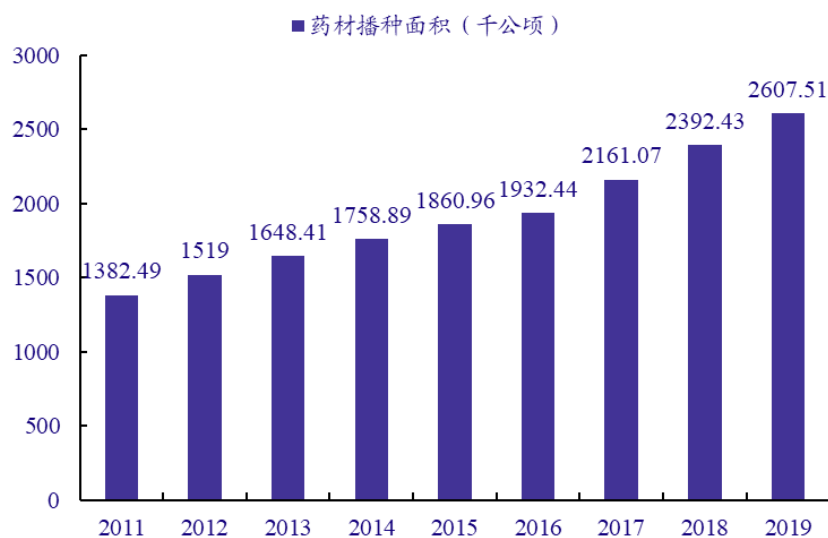
中药产品主要分为中药材、中药饮片和中成药，其中中药材是初级产品，中成药和中药饮片则是可以直接使用的终端产品。中药材是中药饮片的原料，一般指药材原植、动、矿物除去非药用部位的商品药材；中药饮片是指在中医药理论的指导下，可直接用于调配或制剂的中药材及其中药材的加工炮制品，也是中成药的原料；中成药是用一定的配方将中药饮片加工或提取后制成具有一定规格，可以直接用于防病治病的一类药品。

（一）受政策扶植影响，中药材种植大幅扩张

由于政策大力扶持，中药材种植产业快速扩张。中药材种植扩张主要受到了农业供给侧改革和扶贫政策的支持。从2016年开始，中药材种植成为大宗农产品供给侧改革的方式之一，向全国扩散。2017年11月，国家农业部与国家中医药管理局、国务院扶贫办、工业和信息化部、农发行联合发布《关于印发中药材产业扶贫行动计划(2017-2020年)的通知》，致使中药材产业扶贫走上产业化道路。中药材之所以会成为各地政府扶贫的热门选择，一是因为中药材绿色、健康的特征，十分符合各地产业结构调整大主题；二是因为我国中药材分布范围较广，适应性强，适合不同地区“因地制宜”发挥地域特色；三是因为中药材种植，利于与当地旅游、养生和医药工业等产业链深度对接。

近年来，中药材种植业扩张有加速趋势。自2011年至2019年，中药材播种面积从1382.49千公顷猛增到2607.51千公顷，种植面积增加到1.89倍。自2017年以后，重要种植扩张加速，仅2017至2019年三年中药材播种面积就增加了675.07千公顷，增加的播种面积超过2011至2016年的增加总量。中药材种植大幅扩张也导致了部分品种的产能过剩。尤其是药农容易受短暂的涨价行情诱惑，一拥而上种植，最后导致产能过剩价格下跌。

图 1：近年来国内中药材种植面积

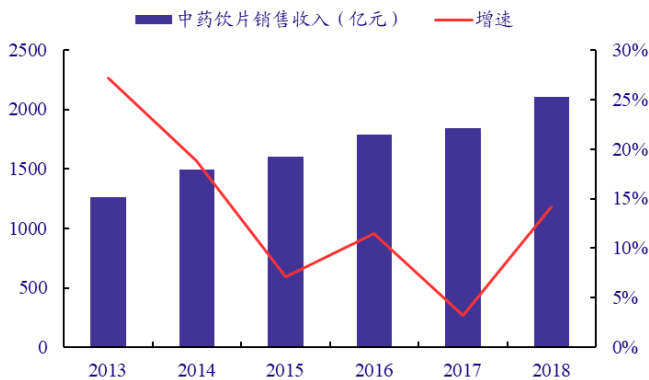


资料来源：国家统计局、智研咨询、中国银河证券研究院

(二) 中成药市场增速放缓，特色中药饮片景气度高

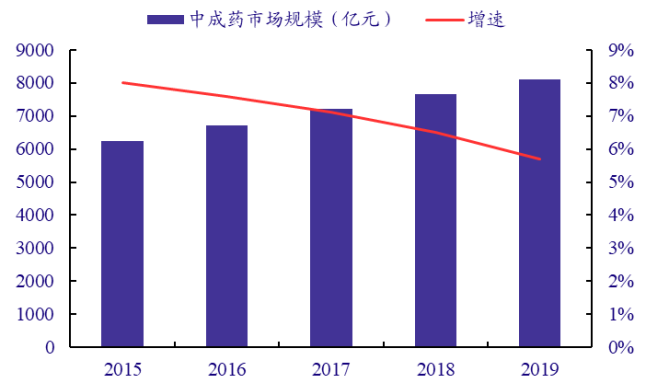
中成药受政策限制较多，中药饮片发展环境较好。长期以来，国家大力扶持中药饮片产业，中药饮片应用上不受诸多医改政策限制，发展势头好于中成药。反观中成药受到“零加成”和药占比限制，医生开药动力受到抑制，部分中药大品种也被纳入地方性“辅助用药”管理，受到更严格的用量限制。此外，很多疗效不佳且具有副作用的中药注射剂也逐步退出市场，多重政策压力导致中成药增速放缓，发展势头不如中药饮片。

图 2: 国内中药饮片市场规模



资料来源：统计局、工信部、艾媒咨询，中国银河证券研究院

图 3: 国内中成药市场规模



资料来源：欧睿、中商产业研究院，中国银河证券研究院

以中药配方颗粒为代表的特色中药饮片是中药发展方向之一。中药配方颗粒是用符合炮制规范的传统中药饮片作为原料，经现代制药技术提取、浓缩、分离、干燥、制粒、包装精制而成的纯中药产品系列。相比于传统中药汤剂，配方颗粒有更多的优势：首先是携带和保存更加方便，相对于传统中药大包小裹的体积，免煎中药更加适合旅行和出差人员的保健和治疗；与容易发霉的草药相比，免煎中药包装严密、防霉变、防虫蛀鼠咬，所以保质期比较长；其次，配方颗粒的安全性和疗效更有保证——免煎中药在半成品和成品的质量控制方面比较严格，重金属含量、农药残留、微生物、化学污染等指标检测非常严密，所以安全性比较高，同样疗效也更加有保证。

表 1: 中药配方颗粒和传统的中药饮片对比

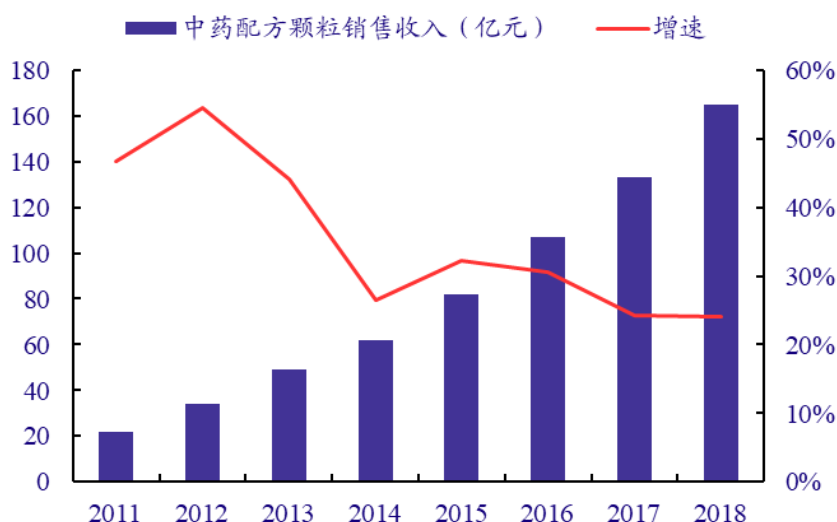
	普通中药饮片	中药配方颗粒
煎煮方法	患者自己煎药，操作不规范	有效成分最大化提取工艺
质量控制	药材产地、种植、生产不规范、造成质量不稳定	严格检验，GMP 车间规范生产，标准统一，质量稳定
临床疗效	常有方准药不灵的现象	采用规范标准的配方颗粒，疗效可等于或优于传统饮片
携带储存	存储占地大，易变质，不能携带	体积小，密封好，方便携带
服用方法	自行煎煮后分次服用	便于服用，即冲即服

资料来源：中国银河证券研究院整理

中药配方颗粒发展较快，政策进一步放开。中药配方颗粒作为一种特殊的中药饮片，也

不受“药占比”和“零加成”等政策的限制，发展环境较为宽松。自 2011 年至 2018 年，我国中药配方颗粒销售收入从约 22 亿元增长至约 165 亿元，增速远超同期的普通中药饮片和中成药。2021 年 2 月 10 日，国家药监局、中医药局、卫健委、医保局发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，自 11 月起施行，意味着中药配方颗粒将全面放开。后续中药配方颗粒品种将实施备案管理，不实施批准文号管理，在上市前由生产企业报所在地省级药品监督管理部门备案。随着中药配方颗粒彻底放开，预计其市场规模将迎来新一波增长。

图 4: 我国中药配方颗粒销售收入及增速



资料来源：环盟咨询，中国银河证券研究院

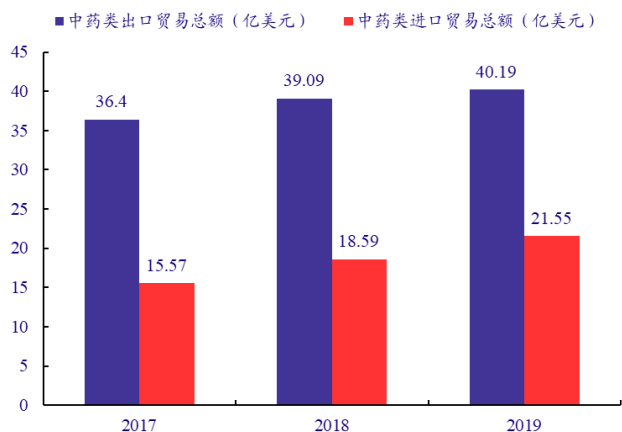
除配方颗粒外，还有纳米中药和超微中药等特色中药饮片。纳米中药是指运用纳米技术在 100nm 粒径范围制造的有效成分、有效部位、原药及其复方制剂，纳米中药饮片只是其一部分。分子大小通常在微米级，纳米中药实际上是将药材粉碎至分子或原子以下，原子的重排、分子结构的改变必将产生新的物质，进而引起药物的生物活性和药理性质改变。由此既可能出现原中药材无法比拟的功效（包括新功效），也可能产生新的毒副作用。由于纳米中药的安全隐患和成分、功效不确定性限制了它的应用；其次，纳米颗粒制备设备复杂，成本过高，中药材纳米化后将失去中药价廉的优势，难以推广。超微中药是将传统饮片加工成粒径为微米级的新型中药饮片，服用方便，只需 80℃ 开水冲泡几分钟即可使用。其特点是将药材粉碎至 1~75 μm，多在 15 μm 左右。在此粒径范围恰好将细胞壁破碎而又不改变分子结构，又不会改变药材原子或分子的排列，因而不会引起饮片药效物质基础的变化，还大大增加了药物的吸收和利用，减少中药的用量。不过，超微中药制备设备门槛及制造成本仍高于配方颗粒。

（三）中药类进口不断攀升，对新兴市场出口增长快

中药类商品进口增幅高于出口，出口对新兴市场增幅较大。据中国海关总署数据显示，2017-2019 年，我国中药类商品出口贸易总额从 36.40 亿美元增长到 40.19 亿美元，区间增幅 10.41%；进口贸易总额从 15.57 亿美元增长到 21.55 亿美元，区间增幅 38.41%。中药类商品进

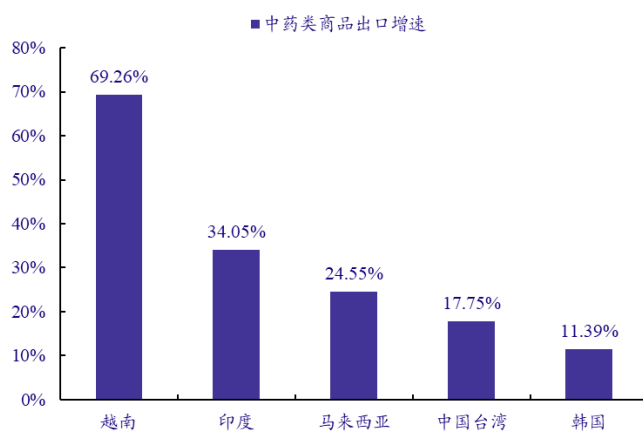
口贸易总额增长幅度高于出口增长幅度。2019年，我国中药类商品出口市场排名前十的国家/地区中，对其中5个国家/地区的出口金额呈现了双位数增长。排名前三的国家分别是越南、印度和马来西亚，我国对其出口中药商品金额的增幅分别为69.26%、34.05%和24.55%，均为新兴市场国家。

图 5: 2017-2019 年中药类商品进出口贸易额



资料来源: 海关总署、前瞻, 中国银河证券研究院

图 6: 2019 年中药类出口 TOP10 目的地中增速前五名



资料来源: 海关总署、前瞻, 中国银河证券研究院

二、医改节奏加快，中医药将面临更大控费压力

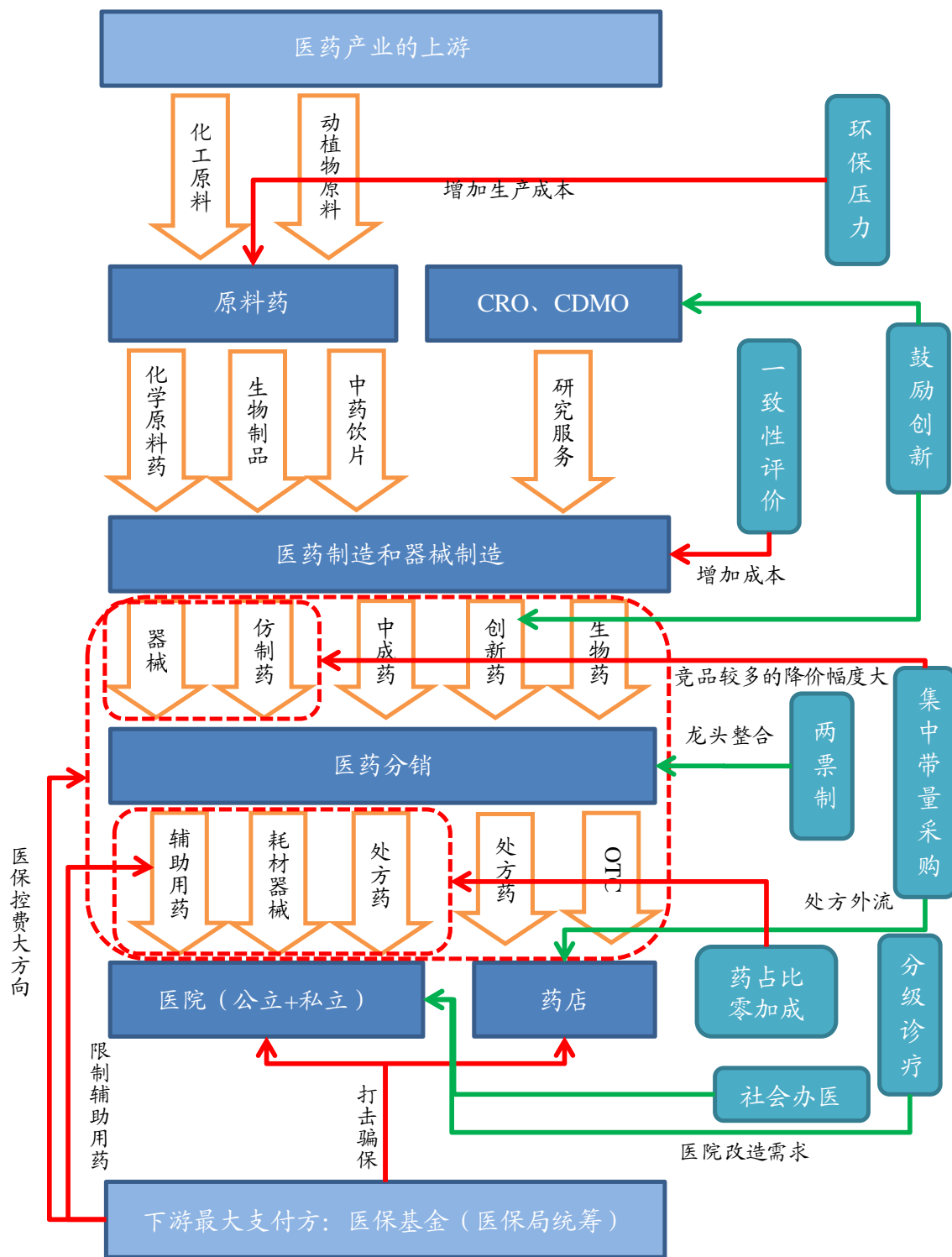
（一）医改进入深水区，医保支付改革系重中之重

以“三医联动”为核心，分级诊疗、医保支付改革将持续成为改革重心。三医联动指的是卫生体制改革、医保体制改革与药品流通体制改革联动，通俗的说即是：医疗、医保、医药改革联动。其中卫生体制改革以分级诊疗制度建设为突破口，配合有关部门加快医疗服务体系改革，推行家庭医生签约服务，提升基层医疗机构服务能力，稳步推进医疗卫生资源优化配置。其中医保体制改革增强了医保基金的议价能力。医保作为最大的支付方，通过医保统筹和医保支付改革发挥了控制医疗费用不合理增长的作用，客观上削弱了医药行业各环节的议价能力。

超级医保局集采购、定价和支付功能于一身，议价能力强大，推动行业价值链结构重塑。组建国家医疗保障局并负责制定和监督实施药品和医用耗材的招标采购政策是本次机构改革针对医药医疗领域的最大变动。这将从根本上解决此前制度下招标采购由省卫计委开展、支付方不参与定价的情况，强化支付端议价能力，有望形成以医保部门为主导的医保支付体系，医保支付方式改革将继续深化。我们认为其影响主要体现在以下两个方面：（1）医保局的成立将加速推进医保控费，使其更易于制度化、规范化和流程化。医保控费的推进将加速医疗行业深化、结构化发展，辅助用药和安全性、有效性存疑的品种将进一步承压，而临床效果明确的治疗性产品、满足临床实际需求的创新产品、质量疗效安全可控的进口替代产品和物美价廉的低价药产品将获得市场发展良机。这一改变将继续利好真正具有临床需求的药品，尤其利好创新药企和通过一致性评价的优质仿制药企，且进口替代过程有望进一步加速。（2）医保管理部门的统一使得监管更加有效，破除“以药养医”传统。专家认为新医保部门有望对医药价格与医疗行为实现更加有效的直接管治，现实中存在的过度医疗、重复检验、大处方乃至医患合谋侵蚀医保基金的现象将得到有效遏制。这一改变将在短期内利好具有消费属性、自费支付，不受医保支付端议价能力增强影响的药企。同时我们也认为新医保部门有望延续过去人社部对医保支付方式改革的探索，深入探索以破除“以药养医”的传统模式，加大医疗服务费的收费权重，利好专科医院等社会办医服务行业。

医改政策密集落地，带量集采标志医药控费进入新阶段。2016年至今为改革政策密集落地期，随着公立医院改革推进、药监体系改革推进，行业内部分化进一步加剧。2017年是政策落实年，各省招标推进，两票制全面落地，新版医保目录推出，药监体系继续推进一致性评价及评审审批各项改革等。2017年10月8日，中办和国办联合发布的《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》为近年来药监体系改革集大成之政策，政策是前期多个药审改革政策的汇总，最终导向为鼓励药械创新及与国际接轨。可以预见未来医药行业环境得到净化，行业的发展进入新的轨道。2018年是医药创新政策全面落地之年。新版医保目录导入逐步落地，各省招标集采工作基本完成，两票制在全国全面推开，抗癌药进口关税取消、增值税大幅降至3%。同时，成立药品监督管理局、卫健委。组建医保局，标志着未来我国药品定价、采购和与医保支付端的统筹规划，叠加三保合一将显著提升医保基金运营管理效率，将加速推进医改纵深进行。2018年底，以国家《4+7城市药品集中采购》试点工作为标志，医药行业进入集中带量采购新阶段。自“4+7”试点工作开展至今，医药行业已经历4次全国药品集中带量采购和1次高值耗材集中带量采购，以及多次省级招标降价，降价幅度令众多产品竞争格局较差的厂商承担巨大压力。

图 7: 近年来政策面对医药产业影响 (绿色为促进, 红色为抑制)



资料来源: 中国银河证券研究院

（二）医保控费措施全面推广，中医药将面临更大控费压力

中医药将面临更多控费措施。到目前为止，面向中成药和中药饮片出台的控费措施较少，但这一局面将被打破。2020年7月，国家医保局有关司室召开座谈会，就生物制品（含胰岛素）和中成药集中采购工作听取专家意见和建议，研究完善相关领域采购政策，推进采购方式改革。这个举动表明未来中成药也将纳入全国性药品带量集采范畴。此外，部分地方已开始试点中成药带量采购。2019年10月，国务院在《关于促进中医药传承创新发展的意见》中指出要研究中药饮片取消加成相关工作。随着医改持续推进，预计未来医保控费措施将涵盖中医药全领域，纳入到医保支付体系中的中成药和中药饮片都将面临更大的控费压力。

辅助用药监控等措施将持续施压非治疗性用药。虽然目前全国性的辅助用药目录尚未纳入中成药，但是部分地方已率先出台包含中成药的地方性辅助用药目录。我国药企创新能力较弱，用药结构与国际差异较大。前些年，以药养医的制度导致抗生素、辅助用药、中药注射剂等品种畅销。辅助用药监控措施旨在加强医疗机构辅助用药临床应用管理，规范辅助用药临床应用行为，促进临床合理用药。我们认为，辅助用药目录的制定将会使辅助用药大品种收到更为严格的监控，无论是使用量上还是医保支付上都会有更为严格的约束。随着医保支出继续“腾笼换鸟”，我们预计未来非治疗性用药的空间将会被更严厉的压缩，部分疗效不明的中药品种（尤其是部分难以证实安全性和经济性的中药注射剂大品种）市场份额将进一步萎缩。

三、国务院出台重要措施，中医药产业有望加速转型

国务院近期印发《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》（以下简称《措施》），指出中医药仍然一定程度存在高质量供给不够、人才总量不足、创新体系不完善、发展特色不突出等问题，提出要遵循中医药发展规律，认真总结中医药防治新冠肺炎经验做法，破解存在的问题，更好发挥中医药特色和比较优势，推动中医药和西医药相互补充、协调发展。结合文件中措施，中医药企业转型步伐有望加快，有望在中医药领域内开辟多种转型路径。

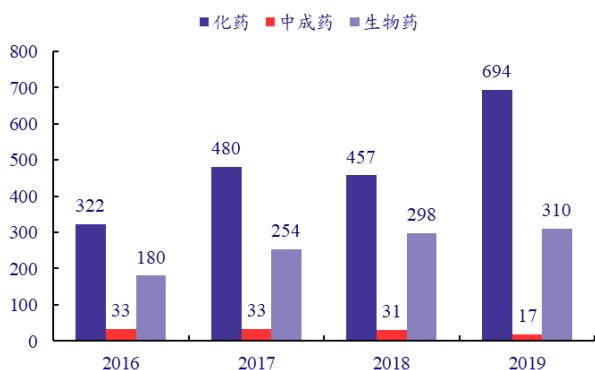
中医药医保控费标准或对标西药。《措施》提出要大力支持将疗效和成本有优势的中医医疗服务项目纳入基本医疗保险支付范围，按规定合理确定目录甲乙分类，鼓励实行中西医同病同效同价，加强纳入基本医疗保险支付范围的中医药服务和费用监管。被纳入医保管理的中药品种势必会面临降价压力。大部分中药的成本要高于同病同效的化药，若实行中西医同病同效同价，则中药利润将会受到严重挤压。

医保控费压力将倒逼中药企业加速转型。应对医保控费压力，中药企业有如下三种转型策略：（1）转型创新型中药，研发疗效显著且竞品较少的中成药，缓解竞争降价压力；（2）转型“医保免疫”的普通消费品，直接回避医保控费压力；（3）转型高质量低成本的中药材生产商，控制成本，向上游传导降价压力。

（一）结合循证医学，转型创新型中药

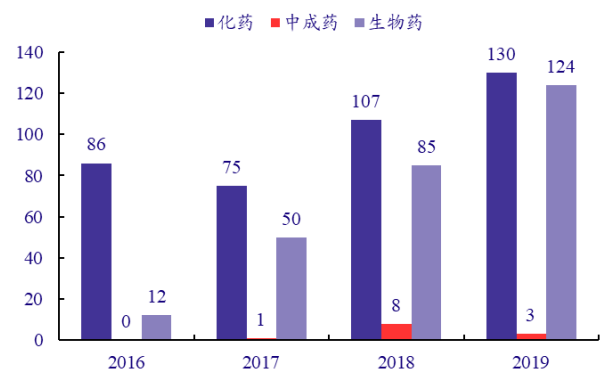
中医药创新力量薄弱，需要建立适应中医药体系的创新机制。中医药研发长期以来面临作用机理不明、有效成分不清的困难。相比于成分清晰、作用机制明确的化药和生物药，中药创新难度更大。近年来，国内新药注册受理中成药数量远少于化药和生物制品，中药创新研发周期长，审核不确定性大制约了中药创新热情。因此，加快中药注册审批流程，建立适合中医药理论体系的评价标准，成为促进中药创新发展必不可少的配套措施。

图 8：国内各类药物 IND 申请受理情况



资料来源：药监局，中国银河证券研究院

图 9：国内各类药物 NDA 申请受理情况



资料来源：药监局，中国银河证券研究院

优化中药审评审批管理，有望加快中药新药审批速度。《措施》中指出，要提升中药注册申请技术指导水平和注册服务能力，建立科技、医疗、中医药等部门推荐符合条件的中药新药进入快速审评审批通道的有效机制，探索授予第三方中医药研究平台专业资质、承担国家级

中医药技术评估工作，增加第三方中药新药注册检验机构数量。上述措施有望加速中药新药审批，创新型中药获批数量有望增加。

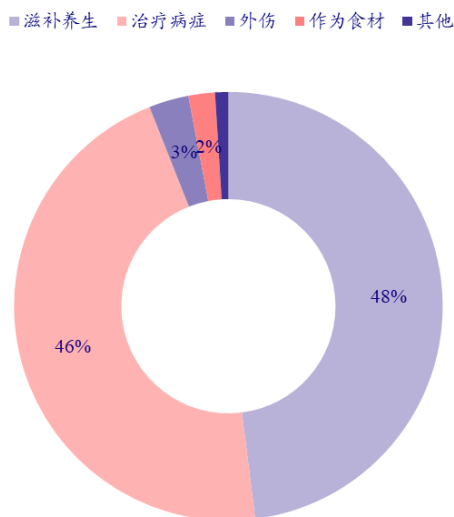
完善中药分类注册管理，有望减轻中药新药研发难度。《措施》指出，要优化具有人用经验的中药新药审评审批，对符合条件的中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方、同名同方药等，研究依法依规实施豁免非临床安全性研究及部分临床试验的管理机制，建立中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”的中药注册审评证据体系，积极探索建立中药真实世界研究证据体系。上述措施旨在建立适合中医药理论体系的试验评价标准，有望减轻中药新药过评难度。

结合循证医学体系研发和证明中药疗效将是中医药长期发展方向。长期以来，许多中药品种疗效缺乏现代医学证据支撑，也未经现代医学试验验证，即存在疗效不明确而仓促投入使用的风险，也存在具有疗效但由于缺乏实验证据支撑而使用受限的可能。缺乏规范的实验验证导致中医药行业药品疗效宣传和应用时常出现乱象，例如部分疗效未经实验论证且有副作用的中药注射剂已逐步退出市场。随着医保控费措施加大对疗效不明或疗效未经科学验证的用药限制，大量现存中药品种势必补充疗效验证试验，中药创新研发也将面临更加规范的试验验证。

（二）规避医保压力，转型“医保免疫”的普通消费品

部分中药企业或将转型“医保免疫”的普通消费品。面对激烈的医保控费降价压力，中药企业要么选择研发具有竞争力的创新型中药，要么开拓不受医保限制的其他消费品。对于缺乏创新药研发经验的中药企业，结合现有中药成分开发普通消费品也不失为一种选择。普通消费品作为非诊疗消费，审批比药品更容易，且和医保无关。在普通消费品中结合中药成分，既可以发挥企业自身优势，也可以避开医保限制。中医药消费本就具有较强的普通消费属性。根据艾媒咨询的调查，大约一半消费者购买中药材目的是滋补养生和作为食材这样的普通消费领域。

图 10：2019 年中国受访者购买中药材主要目的调查



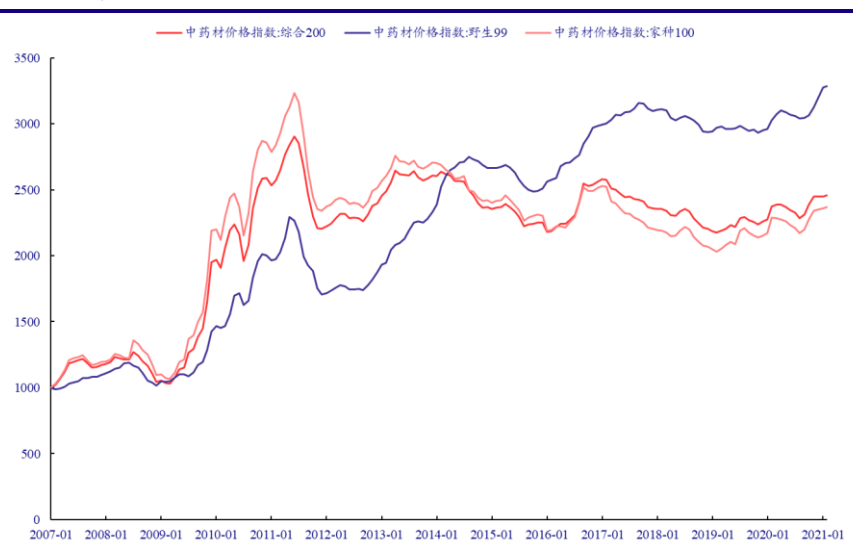
资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

转型具有刚需属性的日用消费品能够获得抗通胀的收入来源。刚需的特点是消费需求受价格影响小，这种产品往往有很好的提价潜力，涨价速度至少跑赢通胀。随着时间推移，经济和社会结构的变化还可能导致部分刚需消费群体的增加，此类刚需则有量价齐升的潜力。高端快消品和大众快消品需求均对价格不敏感，具有部分刚需属性。对于高端快消品，虽然价格较高，但高端消费者的高收入也决定了高端群体并不在乎产品的价格。对于大众快消品，本来价格就不高，生活中往往多次使用且单次耗用量很少，平摊到每次耗用的成本就更低，即使是低收入群体往往也不会在乎这点微薄的耗用成本。大众快消品常见例子有调味品、洗漱用品、个人卫生用品等。

（三）重视成本控制，转型高质量低成本的中药材生产商

中药制造企业时常面临中药材价格波动和供应不稳定的风险。近几年，中药材价格相关新闻层出不穷。植物类中药材一般会受到气象条件和自然灾害的影响，价格时有波动；动物类中药材则长期处于供不应求状态，价格不断上行；更有部分人工种植技术尚未攻克的野生中药材，经历了无节制的滥采后，野生资源已十分稀缺。中药材价格涨跌互现，不同品种供需状况差异较大。可种植的中药材往往因为种植户一拥而上供过于求，导致价格下跌；无法种植的野生中药材资源日渐匮乏，价格不断上涨。

图 11: 中药材价格指数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

中药行业迫切需要确保高质量、低成本且供应稳定的中药材生产商。很多中成药生产企业尝试建立自有种植基地来应对供应风险，或者提前与药农签署合作协议，但也无法保证所有品类中药材的供应。即使供应充足，中药材多由小型种植户提供，也面临质量参差不齐的风险。中药制造企业迫切需要标准化、规模化的中药材生产基地。针对可人工种植或繁衍的中药材，需要用规模化生产代替个体户劳作；针对无法培育的野生资源，需要研发人工培育方式；对于部分供不应求极端稀缺的中药材，需要摸索人工合成有效成分来替代自然资源。对于部分受中成药销量萎缩影响的中药材，降低成本提高竞争力能更好的应对市场总量萎缩的风险。

加强中药材生产基地建设，支持大规模中药材生产商发展。《措施》指出，加强道地药材良种繁育基地和生产基地建设，推进中药材规范化种植，鼓励发展中药材种植专业合作社和联合社，推动建设一批标准化、集约化、规模化和产品信息可追溯的现代中药材物流基地，引导医疗机构、制药企业、中药饮片厂采购有质量保证、可溯源的中药材，深入实施中药标准化项目。上述措施有望催生一批高质量、标准化的中药材生产基地，规模化生产也便于进一步降低中药材成本。

四、代表中药转型方向的公司实例

(一) 以岭药业 (002603.SZ)：循证医学创新型中药领跑者

以岭药业主要业务是专利中药，中成药疗效均通过实验验证。以岭药业的主营业务是中药的研发、生产和销售。在开展的创新中药研发的同时，以岭药业以专利中药为基础，积极布局化生药和健康产业，构建了专利中药、化生药、健康产业协同发展、相互促进的医药健康产业格局。以岭药业中成药疗效均通过循证医学验证，六大专利产品通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊、连花清瘟胶囊、津力达颗粒和养正消积胶囊均进行了随机、双盲、多中心大样本的循证研究，部分研究结果发表在国外权威杂志，在国内外医学界产生重大影响。截至目前，以岭药业共有 11 个专利中药品种，其中 8 个列入国家医保目录，5 个列入国家基本药物目录。2020 年，治疗急性气管、支气管炎的连花清咳片获得药品注册批件，并在不久之后纳入 2020 版医保目录，有望在感冒呼吸系统领域成为继连花清瘟之后又一重磅品种。

表 2：以岭药业专利中药主力品种

领域	专利中药	医保类别	适应症
心血管病	通心络胶囊	医保甲类	冠心病、脑梗死、糖尿病所致微血管病变
	参松养心胶囊	医保甲类	心律失常
	芪苈强心胶囊	医保甲类	慢性心力衰竭
感冒呼吸疾病	连花清瘟胶囊/颗粒	医保甲类	感冒/流感/新冠
糖尿病	津力达颗粒	医保乙类	2 型糖尿病
肿瘤	养正消积胶囊	医保乙类	联合放化疗治疗肿瘤

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

以岭药业以研发为导向，依据络病理论进行中药创新。络病理论为中医药学术理论体系的重要组成部分，以岭药业的专利产品均为络病理论指导下研发的新产品，专利新药因络病理论指导的组方特色、疗效特色而具备确切的临床疗效。围绕中药品种研发，以岭药业聚焦于心脑血管、呼吸、消化、内分泌、免疫、泌尿等核心治疗领域，规范、科学开展临床试验工作，不断推进新产品研发。以岭药业目前已获临床批件品种涉及内分泌、泌尿系统、消化系统、风湿及精神类等疾病。此外，在研立项品种涵盖心血管系统、神经系统、呼吸系统、内分泌代谢系统、消化系统、妇科、儿科等疾病，处于临床前研究不同阶段。

2020 年，以岭药业治疗急性气管/支气管炎的连花清咳片获得药品注册批件，有望成为继连花清瘟之后在感冒呼吸系统领域又一重磅品种，打造新的业务增长点。此外，以岭药业在 2020 年申报中药新药 2 项，包括治疗失眠症的枣椹健脑安神片和治疗轻、中度抑郁症的苏夏解郁除烦胶囊。2021 年 3 月，以岭药业提交的苏夏解郁除烦胶囊新药注册申请获得国家药品监督管理局正式受理。

表 3：以岭药业在研中药品种

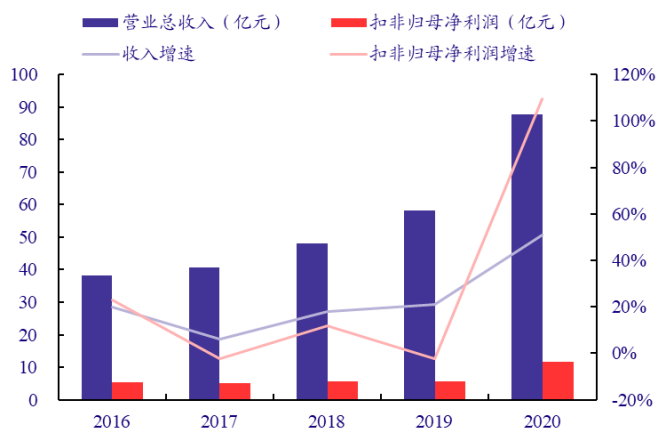
名称	适应症	研发进展情况
枣椹健脑安神片	失眠症	申报新药

苏夏解郁除烦胶囊	轻中度抑郁症	完成临床研究
柴苓通淋片	下尿路感染	开展临床研究
莲花定喘片	支气管哮喘	开展临床研究
络痹通片	类风湿性关节炎	开展临床研究
柴黄利胆胶囊	慢性胆囊炎	开展临床研究
玉屏通窍片	过敏性鼻炎	开展临床研究

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

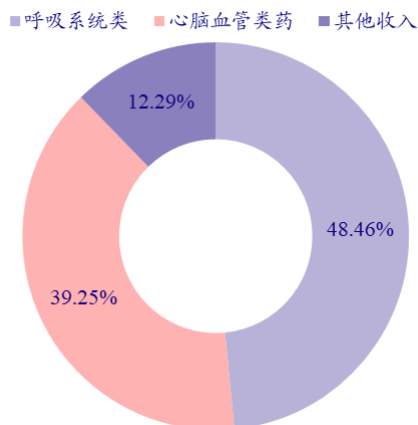
以岭药业 2020 年业绩大增，主要是因为莲花清瘟产品在新冠防治中的应用。2020 年以岭药业实现营收 87.82 亿元，同比增长 50.76%；实现扣非归母净利润 11.65 亿元，同比增长 109.56%。以岭药业收入主要来自于呼吸系统药物和心脑血管药物。报告期内以岭药业莲花清瘟产品的品牌知名度得到大幅提升，国内市场需求显著增加，并且在已注册的十多个海外国家也实现销售。莲花清瘟获得的外国注册批文主要集中于第三世界国家，部分国家给予的还是膳食补充剂批文。高收入国家中仅有新加坡和科威特授予了莲花清瘟注册批文，这说明欧美市场对中药接受度还有待提高。

图 12：以岭药业近年来收入和扣非归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 13：以岭药业 2020 年收入分类



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

我们认为以岭药业在中药创新上底蕴深厚，有较强的技术储备，有望持续受益于国家对中医药创新的重视。随着中成药审批制度逐步成熟，中成药研发到上市流程有望缩短，中药新药上市或迎来爆发期，更有利于研发管线储备丰富的创新型中药企业。

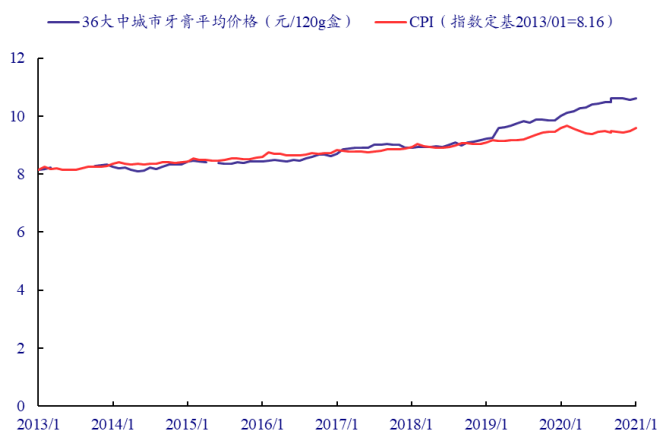
（二）云南白药（000538.SZ）：转型“医保免疫”的大众消费品

云南白药是成功转型大众消费品的典型，旗下日化贡献利润超 3 成。云南白药集团下设全资子公司云南白药集团健康产品有限公司（以下简称健康产品公司），经营口腔清洁用品生产和销售。该子公司的收入和利润代表了包括牙膏在内的日化板块经营成果。近年来，公司日化板块收入和利润占全公司比例不断提升。由于母公司收入还包含净利率很低的医药商业板块，

日化板块贡献的净利润占比远超过收入占比。截至 2020 年末，日化板块收入占全公司收入占比为 16.45%，归母净利润占全公司占比为 34.34%。

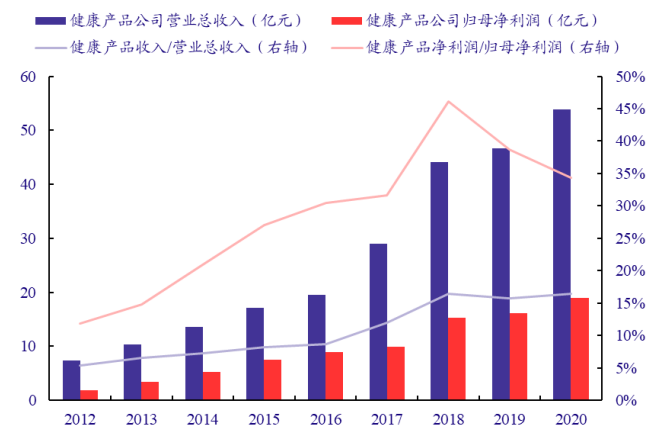
云南白药牙膏是典型的大众快消品知名品牌。虽然云南白药牙膏定价比一般的牙膏要高一些，但是消费者对牙膏价格不算敏感，因为牙膏这种大众快消品的价格一般都处于大众可接受的范围之内，并且单次用量很少，单次耗用成本可以忽略不计。云南白药牙膏市场份额在 2019 年已跃居全国第一，2020 年末市场占有率达到 22.2%，市占率进一步提升。目前，中国牙膏市场集中度依然比较分散，排名靠前的知名品牌仍有进一步提升市占率的空间，未来有望做到量价齐升。根据 36 个大中城市日用工业消费品价格数据，从 2013 年 1 月至 2021 年 1 月，牙膏平均售价上涨 30.15%，同期 CPI 指数上涨 17.41%。不断提价并至少跑赢通胀，这也符合刚需品的价格特点。

图 14: 牙膏价格和 CPI 指数对比



资料来源: 发改委, 统计局, 中国银河证券研究院

图 15: 云南白药健康产品公司收入和利润以及占全公司比重



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

大众消费中的消费升级本质上是“品牌化”，市占率较高的更为受益。大众消费中“消费升级”的主要表现是市场被某一个或某几个知名品牌占据，弱势小品牌逐步被淘汰，最终市场集中度提升，大品牌享受“马太效应”。大众消费品面向的消费者多为中低收入工薪族，此类工薪族闲暇时间紧缺，很少会花精力亲自体验比较各种品牌，往往根据知名度直接选择大众选择最多的“知名名牌”。市占率高、广告投放多或者在商场铺货多的大众商品更易被普通工薪族消费者选择，尤其是当某个市场绝大部分份额都被单一品牌占据时，普通工薪族面对商场货架发现绝大多数商品都是某一个品牌，往往会毫不犹豫的就选择这个品牌。

云南白药作为国内日化龙头，旗下的云南白药牙膏市占率还有提升空间。同时牙膏作为大众消费品，属于传统意义上的刚需，未来提价至少能够跑赢通胀。云南白药牙膏贡献利润约占全公司三成，我们看好云南白药牙膏量价齐升提振公司利润的潜力。

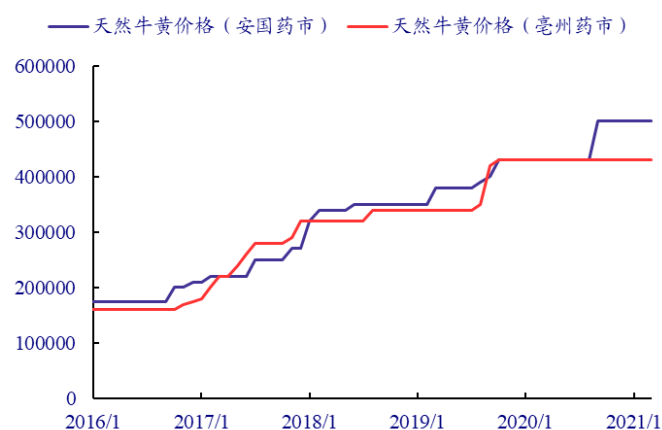
(三) 健民集团 (600976.SH): 独特的体外培育牛黄技术

健民集团联营公司武汉健民大鵬具有独特的体外培育牛黄技术。武汉健民大鵬药业有限公司独家拥有国家中药一类新药体外培育牛黄的完全知识产权,体外培育牛黄是天然牛黄的优质替代品,从根本上解决了天然牛黄资源稀缺的问题。相比合成的人工牛黄,体外培育牛黄成

份上更接近天然牛黄，功效和天然牛黄相差无几。国家食品药品监督管理局在下发的《关于牛黄及其代用品使用问题的通知》中规定：“含牛黄的临床急重症用药品种及其改剂型或改变给药途径的新药或其它国家药品监督管理部门批准的含牛黄的新药可以将处方中的牛黄以体外培育牛黄等量替代投料使用，但不得以人工牛黄替代”。2021年2月18日，武汉健民大鵬的体外培育牛黄进入中药品种保护名单。

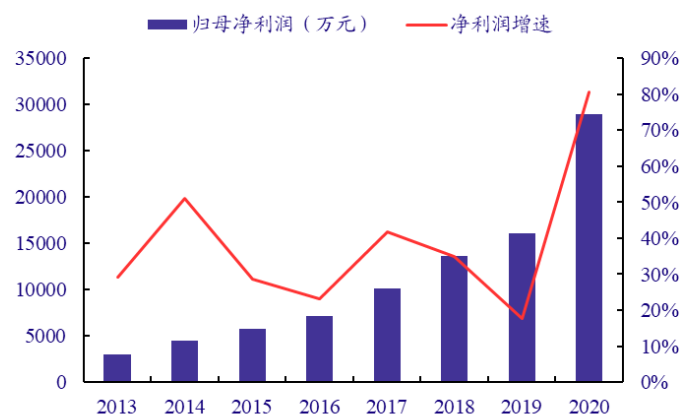
受益于牛黄涨价，联营公司业绩不断提升。天然牛黄长期供不应求，价格不断上涨。牛黄是牛的胆结石，健康牛没有。因此天然牛黄产出一向是可遇不可求。武汉健民大鵬的体外培育牛黄从成分非常接近天然牛黄，基本可以同效替代，在天然牛黄持续缺口情况下得以量价齐升。受益于牛黄涨价以及疫情期间牛黄相关产品的抢购，武汉健民大鵬2020年实现净利润2.90亿元，同比增长80.65%。健民集团现持有武汉健民大鵬33.54%的股份，2020年可从武汉健民大鵬获得约9720万投资收益，贡献接近健民集团2020年归母净利润的三分之二。

图 16：天然牛黄价格走势



资料来源：中药材天地网，中国银河证券研究院

图 17：武汉健民大鵬利润（万元）及增速



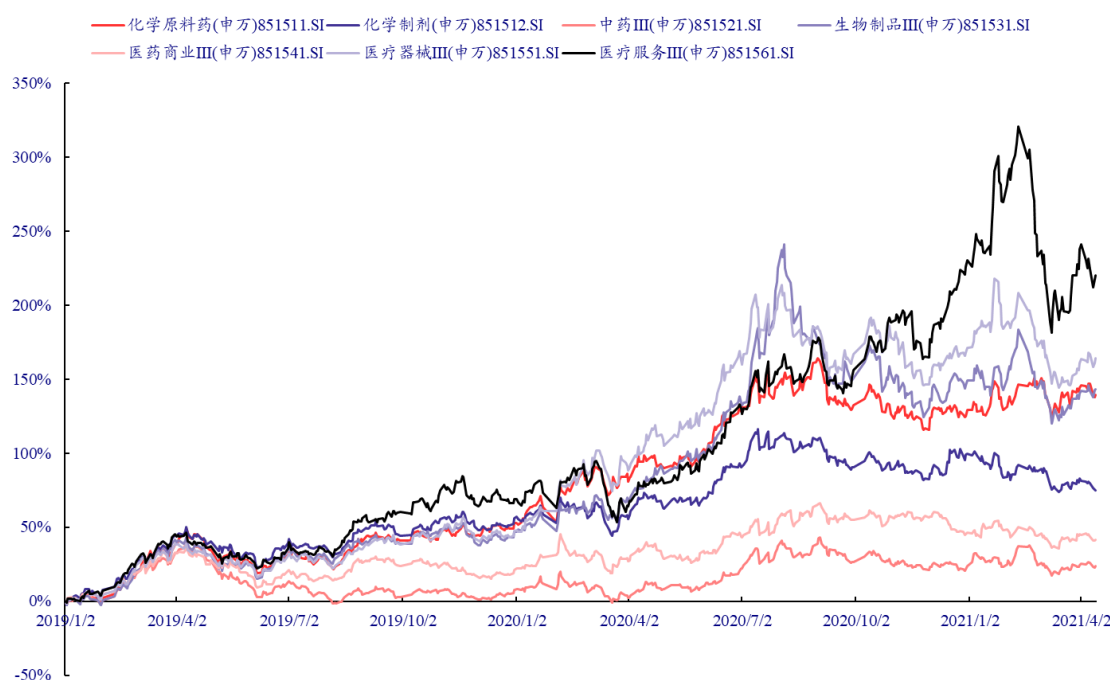
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

健民集团业绩受联营公司武汉健民大鵬影响较大，未来有望大幅受益于体外培育牛黄对天然牛黄的替代。天然牛黄产量难以人为提升，面对日益增长的消费需求，天然牛黄将面临更大的供应缺口。武汉健民大鵬的体外培育牛黄有望填补部分天然牛黄缺口，价格也将跟随天然牛黄价格上涨，健民集团业绩将持续受益于联营公司产品量价齐升。

五、中药板块在医药行业内的估值水平

近年来，中药板块市场表现不佳。按照申万三级行业分类，自 2019 年初至 2021 年 4 月 14 日，中药行业指数在医药细分板块中涨幅倒数第一，仅上涨 24%。中药上市公司中，除了消费属性较强的云南白药和片仔癀等，其他公司股价表现均一般。过去两年，医药行业的市场关注点也主要集中于创新药械、CXO、医疗服务、连锁药店等成长性赛道，市场对中药板块关注度也不足。

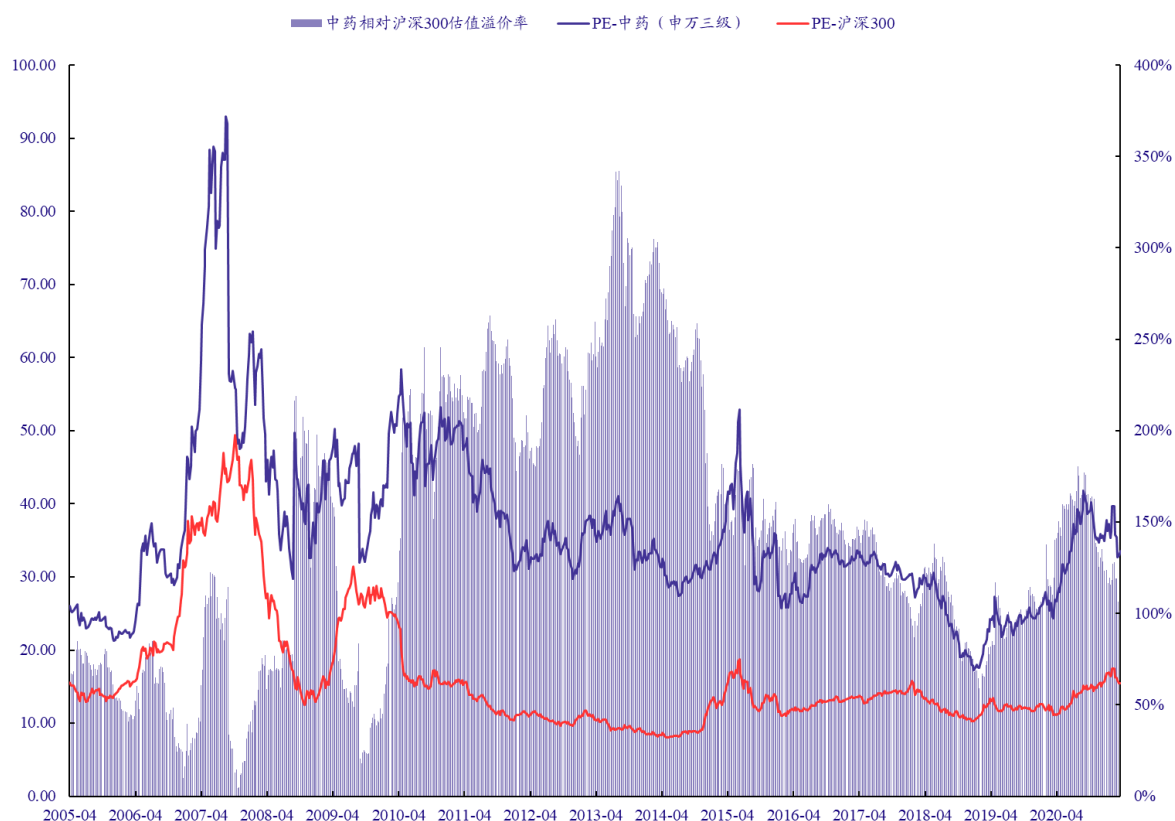
图 18: 2019 年初至今申万医药三级行业指数涨幅 (截至 2021.04.14)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

中药板块相对于全行业长期估值溢价率处于偏低水平。从 2005 年至今，中药板块相对沪深 300 指数估值处于溢价水平。截至 2021 年 4 月 14 日，中药申万三级指数一年滚动市盈率为 32.38 倍，沪深 300 为 14.89 倍。中药板块相对于沪深 300 溢价率较 2005 年以来的平均值低 26.52 个百分点，位于历史中等水平，当前值为 117.53%，历史均值为 144.06%。这里选取沪深 300 指数代替全行业估值基准，是因为沪深 300 指数成分股数量固定，且成分股盈利较为稳定，估值波动小，该指数估值能代表全行业基准水平。

图 19: 2005 至今申万中药指数相对沪深 300 指数 PE 溢价率 (截至 2021.04.14)

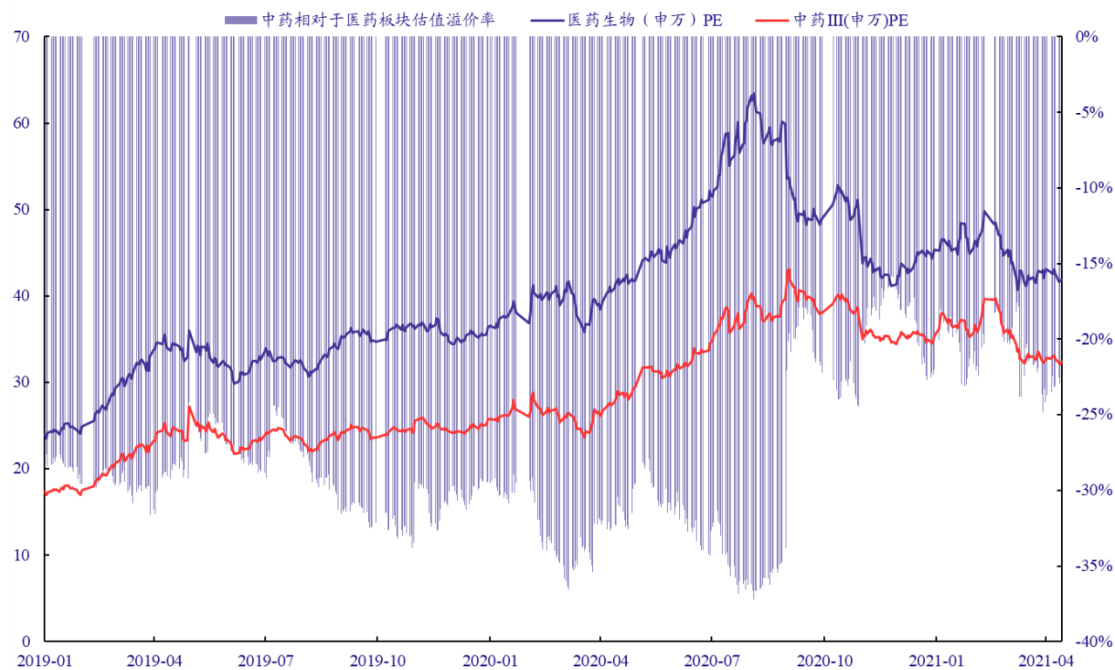


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

近两年, 中药板块估值相对医药板块估值明显折价。中药板块 PE 低于医药板块整体水平, 一方面是因为近年来中成药发展遭遇瓶颈, 中药制造企业营收增速下滑甚至萎缩, 市场对于中药行业成长前景比较悲观; 另一方面是因为医药板块其他领域包含较多成长性赛道, 近两年市场给予成长性赛道更高估值, 导致医药板块整体估值偏高。

以申万行业分类计算, 从 2019 年初至今, 申万三级中药行业指数 PE 相对于申万一级医药生物 PE 折价率在 20%-35% 区间, 平均折价率为 27.89%。截至 2021 年 4 月 14 日, 中药板块相对于医药生物板块 PE 折价 22.68%, 中药板块估值相对于医药生物板块估值溢价率略高于近两年平均水平。

图 20: 2019 年初至今申万中药指数相对医药生物指数 PE 溢价率 (截至 2021.04.14)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

六、投资建议

(一) 关注中药企业转型的机遇，聚焦创新和消费两条主线

创新和消费两条主线是中医药的长期发展方向，目前做的比较好的中药上市公司有中药创新实力较强的以岭药业，以及普通消费属性较强的云南白药和片仔癀等。除直接转型中药以外领域，建议大家关注以下几种中药企业转型机遇：（1）转型创新型中药研发企业，利用循证医学开发出具有过硬疗效的临床必备药；（2）转型“医保免疫”的普通消费品领域，直接规避医保控费等医改措施，在普通消费领域找到新的增长点；（3）转型低成本、高质量的中药材供应商，尤其是对稀缺中药材资源进行人工替代。投资者还应注意企业转型过程中通常伴有重大不确定性，应寻找和现有业务协同优势较高的转型方向，规避盲目多元化转型的公司。此外，新产品定位不清通常是转型效果不良的原因之一，投资者应具体产品具体分析，寻找转型后产品应用广阔且价格坚挺的公司的投资机会。

(二) 关注估值较低且基本面良好的中药企业

今年以来，成长股进入杀估值阶段，基本面良好的价值股有望获得超额收益。市场更加看重估值因素，低 PE、高股息率并且能保持稳健增长的股票或进入不涨阶段。此外，市场风格从大市值向中小市值偏移，中小市值较多的中药板块或迎来个股精选机会。我们在附表 1 中列示了申万三级中药板块公司的部分估值指标。

表 4: 申万三级中药板块估值指标（剔除 ST，截至 2021.04.14）

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	PE(TTM)	股息率(近 12月)
600436.SH	片仔癀	1,897.43	113.84	0.26
000538.SZ	云南白药	1,430.69	25.94	2.68
600332.SH	白云山	446.77	15.33	2.14
600085.SH	同仁堂	396.35	38.43	0.90
002603.SZ	以岭药业	307.55	25.24	0.78
603858.SH	步长制药	245.10	12.30	7.28
000423.SZ	东阿阿胶	237.34	548.28	0.55
000999.SZ	华润三九	234.15	14.66	1.80
600535.SH	天士力	200.43	20.68	2.48
600566.SH	济川药业	171.17	13.40	5.86
002390.SZ	信邦制药	154.22	88.88	
600329.SH	中新药业	145.44	21.98	1.59
002287.SZ	奇正藏药	129.67	31.96	1.43
605199.SH	葫芦娃	123.51	83.42	
300026.SZ	红日药业	118.36	20.64	1.27
600211.SH	西藏药业	116.65	27.90	1.61
603567.SH	珍宝岛	114.13	36.64	1.61
600572.SH	康恩贝	110.43	-39.98	

002424.SZ	贵州百灵	109.93	70.48	2.82
000650.SZ	仁和药业	102.34	17.99	1.21
600252.SH	中恒集团	96.61	17.17	2.13
603439.SH	贵州三力	89.57	102.17	
600771.SH	广誉远	83.89	397.47	
600129.SH	太极集团	81.03	-45.41	
002275.SZ	桂林三金	78.20	26.15	1.69
600993.SH	马应龙	78.02	18.62	1.44
000989.SZ	九芝堂	77.46	28.45	4.34
002737.SZ	葵花药业	76.97	15.13	7.57
002317.SZ	众生药业	67.03	26.74	2.40
600422.SH	昆药集团	66.20	14.49	2.28
600750.SH	江中药业	65.96	13.92	2.39
600557.SH	康缘药业	58.10	22.10	0.82
603896.SH	寿仙谷	53.73	35.46	0.92
002907.SZ	华森制药	51.82	44.27	0.34
600285.SH	羚锐制药	50.42	16.69	3.38
300147.SZ	香雪制药	47.16	35.67	0.65
600594.SH	益佰制药	44.43	25.19	10.70
002107.SZ	沃华医药	43.41	23.39	3.46
600976.SH	健民集团	43.15	29.20	0.71
300039.SZ	上海凯宝	42.05	28.33	2.49
300181.SZ	佐力药业	40.78	45.92	0.30
002118.SZ	紫鑫药业	39.58	-6.05	
600351.SH	亚宝药业	39.27	-32.51	0.39
300878.SZ	维康药业	38.72	28.51	
002349.SZ	精华制药	38.11	34.21	
002644.SZ	佛慈制药	37.74	34.30	0.81
600479.SH	千金药业	37.54	12.68	5.57
600538.SH	国发股份	37.00	560.27	
000919.SZ	金陵药业	35.18	54.01	2.44
600222.SH	太龙药业	33.17	78.42	
000790.SZ	华神科技	32.17	75.16	0.19
002750.SZ	龙津药业	31.40	-140.35	
002433.SZ	太安堂	29.06	130.75	0.40
002412.SZ	汉森制药	28.83	20.05	1.31
002198.SZ	嘉应制药	28.57	-19.96	
300519.SZ	新光药业	23.54	23.80	3.06
002566.SZ	益盛药业	23.03	29.01	0.72
603998.SH	方盛制药	22.85	33.17	2.27
002728.SZ	特一药业	22.75	51.93	6.71

002817.SZ	黄山胶囊	20.36	45.50	0.40
300108.SZ	吉药控股	19.45	-0.98	
002864.SZ	盘龙药业	19.36	24.47	0.67
000590.SZ	启迪药业	19.01	83.68	
002873.SZ	新天药业	18.65	29.66	0.62
603139.SH	康惠制药	17.99	44.98	0.48
300534.SZ	陇神戎发	17.02	-313.62	0.18
002826.SZ	易明医药	16.80	40.56	0.46
603963.SH	大理药业	16.70	461.13	

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

七、重点推荐公司

(一) 以岭药业 (002603.SZ)：疫情促产品放量，品牌知名度提升

疫情带动连花清瘟需求，公司业绩爆发式增长。2020 年公司实现营收 87.82 亿元，同比增长 50.76%；实现归母净利润 12.19 亿元，同比增长 100.95%；实现扣非归母净利润 11.65 亿元，同比增长 109.56%，实现 EPS 1.02 元。由于疫情直接需求以及产品知名度提升，连花清瘟大幅放量，公司 2020 年各季度收入均保持高速增长。公司 2020 年呼吸系统用药贡献收入占全公司收入比例接近一半，超过了往年第一大类心血管类用药。

公司品牌打响知名度，产品渗透率借势提升。连花清瘟不仅销量大幅增长，而且从结构上增加了对空白市场的覆盖，品牌影响力明显提升。连花清瘟产品市场份额已在零售市场感冒用药中成药排第一。公司荣获国家科技进步一等奖对于公司心脑血管产品市场影响力的提升作用已经得到显现。通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊三大创新专利中药市场份额则由 2015 年的 13.6% 提升至 2020 年上半年的 15%。

公司具有研发优势，在研产品管线丰富。公司建立了以中医络病理论创新为指导的新药研发技术体系，具备复方中药、组分中药、单体中药各类中药新药研发和化药仿创药研发能力，技术成果在国内同行业中处于领先地位。公司六大专利产品均进行了随机、双盲、多中心大样本的循证研究。公司目前已获临床批件品种涉及内分泌、泌尿系统、消化系统、风湿及精神类等疾病，此外还有多项临床前研究阶段项目。

投资建议：我们看好聚焦中药创新的以岭药业未来的发展前景。首先，以岭药业品牌知名度提升将永久性提高渗透率。得益于连花清瘟系列在抗疫中表现，市场对以岭药业品牌认可度提升，产品市占率提升将确保以岭药业成长性。其次，以岭药业内核是创新型药企。以岭药业以“络病理论”为依据研发创新型中药，创新实力较强，在“医保控费”大环境下具有更强的韧性。最后，我们认为以岭药业估值仍有提升空间，将体现更强的创新属性和成长性。我们预测 2021-2023 年归母净利润为 14.41/15.74/16.59 亿元，对应 EPS 为 1.20/1.31/1.38 元。

风险提示：疫情过后产品需求大幅下滑的风险，药品降价超预期的风险，研发失败的风险等

表 5：以岭药业关键指标预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8782.48	10327.65	11652.83	12850.80
收入增长率	50.76%	17.59%	12.83%	10.28%
归母净利润(百万元)	1218.74	1440.53	1573.62	1659.07
利润增速	100.95%	18.20%	9.24%	5.43%
毛利率	64.49%	63.59%	62.99%	62.15%
摊薄 EPS(元)	1.01	1.20	1.31	1.38

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 云南白药 (000538.SZ)：消费龙头地位稳固，多元化拓宽领域

公司业绩受股票投资影响较大，扣非净利润重回增长。2020 年公司实现营收 327.43 亿元，同比增长 10.38%；实现归母净利润 55.16 亿元，同比增长 31.85%；实现扣非归母净利润 28.99 亿元，同比增长 26.63%，实现 EPS 4.32 元。公司收入连续多年保持稳健增长。公司 2020 年归母净利润和扣非归母净利润相差较大，是因为公司投资股票带来的非经常性收益较大。公司扣非归母净利润在 2019 年短暂下滑后，2020 年重回增长。

快消品牌龙头地位稳固，牙膏市占率持续提升。截至 2020 年末，日化板块收入占全公司收入比为 16.45%，归母净利润占全公司比为 34.34%。云南白药牙膏市场份额持续稳居全国第一，2020 年末市场占有率达到 22.2%，市占率进一步提升。

持续多元化发展，布局器械及医美等领域。公司通过增资并受让部分股权，取得骨科器械公司金健桥 70% 股权，整合骨科器械业务。公司计划未来在 AI 皮肤检测、全植物安全护肤、精准解决方案等方面将持续突破，探索医美领域增长极。

投资建议：我们看好中药消费龙头云南白药的发展前景。首先，我们看好云南白药日化产品量价齐升的潜力。云南白药经营以牙膏等日化产品为主的大众快消品，大众快消品属于刚需，提价幅度抗通胀。大众快消品消费升级本质是强势品牌的“马太效应”，市占率较高或广告名气大的产品更有潜力提高市占率。其次，我们看好云南白药多元化的发展前景。云南白药中长期战略布局骨科器械以及医美领域有望打造新的增长极。我们预测 2021-2023 年归母净利润为 55.86/56.23/57.43 亿元，对应 EPS 为 4.37/4.40/4.50 元。

风险提示：公司投资股票大幅亏损的风险，工业大麻使用受限的风险，市场竞争加剧的风险等

表 6：云南白药关键指标预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32742.77	36390.02	40241.76	44273.28
收入增长率	10.38%	11.14%	10.58%	10.02%
净利润(百万元)	5516.07	5585.65	5623.25	5743.01
净利润增长率	31.85%	1.26%	0.67%	2.13%
EPS(元)	4.318	4.373	4.402	4.496

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

八、风险提示

中成药集采降价的风险、中药饮片取消加成的风险、企业转型失败的风险等

插图目录

图 1: 近年来国内中药材种植面积.....	3
图 2: 国内中药饮片市场规模.....	4
图 3: 国内中成药市场规模.....	4
图 4: 我国中药配方颗粒销售收入及增速.....	5
图 5: 2017-2019 年中药类商品进出口贸易额.....	6
图 6: 2019 年中药类出口 TOP10 目的地中增速前五名.....	6
图 7: 近年来政策面对医药产业影响 (绿色为促进, 红色为抑制).....	8
图 8: 国内各类药物 IND 申请受理情况.....	10
图 9: 国内各类药物 NDA 申请受理情况.....	10
图 10: 2019 年中国受访者购买中药材主要目的调查.....	11
图 11: 中药材价格指数.....	12
图 12: 以岭药业近年来收入和扣非归母净利润 (亿元).....	15
图 13: 以岭药业 2020 年收入分类.....	15
图 14: 牙膏价格和 CPI 指数对比.....	16
图 15: 云南白药健康产品公司收入和利润以及占公司比重.....	16
图 16: 天然牛黄价格走势.....	17
图 17: 武汉健民大鹏利润 (万元) 及增速.....	17
图 18: 2019 年初至今申万医药三级行业指数涨幅 (截至 2021.04.14).....	18
图 19: 2005 至今申万中药指数相对沪深 300 指数 PE 溢价率 (截至 2021.04.14).....	19
图 20: 2019 年初至今申万中药指数相对医药生物指数 PE 溢价率 (截至 2021.04.14).....	20

表格目录

表 1: 中药配方颗粒和传统的中药饮片对比.....	4
表 2: 以岭药业专利中药主力品种	14
表 3: 以岭药业在研中药品种	14
表 4: 申万三级中药板块估值指标 (剔除 ST, 截至 2021.04.14)	21
表 5: 以岭药业关键指标预测	24
表 6: 云南白药关键指标预测	25

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

孟令伟：北京大学生物医药专业博士。专业能力突出，博士期间从事创新药研发工作，深度参与创新药临床前研究与临床申报，熟悉创新药研发与创新服务产业链，对医药行业景气度及产业链变化理解深入。2018年加入中国银河证券。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn