

# 医药生物

证券研究报告

2021年12月12日

## 部分中药企业在发生变化（第78篇）

### 行业动态：

- 1) 近日国家医保局等部门发布 2021 年国家医保药品目录调整结果，本次调整，共计 74 种药品新增进入目录，11 种药品被调出目录。从谈判情况看，67 种目录外独家药品谈判成功，平均降价 61.71%。调整后，国家医保药品目录内药品总数为 2860 种，其中西药 1486 种，中成药 1374 种。中药饮片仍为 892 种。
- 2) 2021 年 11 月 19 日国家医保局制定了《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》，明确到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。

### 市场观察：

近期整体医药行情分化，上周医药生物板块上涨 1.08%（排名 11/28），年初至今板块下跌 6.93%（排名 22/28）。

### 投资思考：部分中药企业有望迎来估值与经营双修复

2018 年至今三年以来，中药板块在股价表现上显著跑输医药其他细分子板块，我们认为主要影响因素包括：医保控费的影响（尤其是中药注射剂）、医保目录调整的担心、企业产品经营的调整等等。当前时点，相当部分中药公司估值已较长时期处于相对较低水平，但从经营业绩来看，部分公司已经展现出一定的向上弹性。此外部分公司近期在经营管理、产品销售、转型升级上开始出现积极变化，我们预计部分中药公司有望迎来估值与经营的双修复。建议关注：同仁堂、济川药业、羚锐制药、健民集团等。

### 投资策略：

从未来半年维度，我们建议以“性价比策略”思路选择个股，结合估值、业绩趋势、股价催化的匹配作为前提进行筛选。

——①医疗服务。目前各地医疗服务价格调整已进入窗口期，且近期康复医疗支持政策进一步落地，促进行业发展。

——②政策预期修复：a) 带量采购的拐点已出现，从关节和胰岛素带量采购看，无论是监管部门还是投标企业都更趋理性；b) 国家医保目录谈判结果好于预期（尤其是部分大品种），体现出创新药是被政策高度鼓励和方向。

——③经营业绩改善：部分板块公司（如中药）经过较长维度的经营和股价调整后，经营基本触底，后续业绩有望稳健增长

### 近期建议选股思路（按先后顺序）：

- 1) 医疗服务：三星医疗、国际医学、通策医疗、锦欣生殖(H)、爱尔眼科；
- 2) 中药：同仁堂（建议关注）、健民集团（建议关注）、羚锐制药（建议关注）、济川药业（建议关注）
- 3) CXO：药明康德、泰格医药、康龙化成（建议关注）、凯莱英、博腾股份
- 4) 医疗器械：迈瑞医疗、爱博医疗、南微医学、欧普康视（建议关注）、时代天使（H）；
- 5) 连锁药店：一心堂、老百姓；
- 6) 创新药：信达生物（H）、亿帆医药、君实生物
- 7) 精选个股：金斯瑞生物科技（H）、现代牙科（H）、微创医疗（H）

**风险提示：**市场震荡风险，研发进展不及预期，个别公司外延整合不及预期，疫情风险

### 投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

杨松 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521020001  
yangsong@tfzq.com  
李慧瑶 联系人  
lihuiyao@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《医药生物-行业投资策略：政策扰动下的个股机会》 2021-12-05
- 2 《医药生物-行业点评:DRG/DIP 持续推进，三维度布局投资机会》 2021-11-29
- 3 《医药生物-行业点评:康复养老进入政策催化密集期》 2021-11-25

## 内容目录

1. 一周观点：部分中药企业在发生变化（第 74 篇） .....	3
2. 中药：部分中药公司有望迎来估值与经营双修复.....	4
2.1. 片仔癀 .....	5
2.2. 同仁堂 .....	5
2.3. 华润三九 .....	6
2.4. 广誉远 .....	7
2.5. 济川药业 .....	8
2.6. 珍宝岛 .....	9
2.7. 健民集团 .....	9
2.8. 羚锐制药 .....	10
2.9. 江中制药 .....	11
3. 全国医保收支情况 .....	12
4. 近期重点报告 .....	12
4.1. 迈瑞医疗—医疗新基建引领需求，“三瑞”系统构建智慧医疗生态圈 .....	12

## 图表目录

图 1：过去三年医药板块细分子行业涨跌幅表现出较大差异 .....	4
图 2：公司业绩增长提速（亿元） .....	5
图 3：公司业绩逐步恢复增长（亿元） .....	6
图 4：公司业绩稳健增长（亿元） .....	7
图 5：公司业绩稳健增长（亿元） .....	7
图 6：2021Q3 营业收入和净利润恢复快速增长 .....	8
图 7：药品业务覆盖多个细分领域 .....	8
图 8：2016-2021H1 公司儿科业务收入占比逐年升高（百万元） .....	10
图 9：龙牡壮骨颗粒销售量快速增长（百万袋） .....	10
图 10：公司业绩持续提升（亿元） .....	11
图 11：2021Q3 营业收入和净利润恢复稳健增长 .....	12
图 12：非处方药业务贡献主要营业收入 .....	12
图 13：全国基本医保（含生育险）累计收入和累计支出增速（截止 2021 年 10 月） .....	12
表 1：部分中药公司经营更新（按市值大小排序） .....	4
表 2：特瑞思研发管线 .....	9

## 1. 一周观点：部分中药企业在发生变化（第 74 篇）

### 行业动态：

1) 近日国家医保局等部门发布 2021 年国家医保药品目录调整结果，本次调整，共计 74 种药品新增进入目录，11 种药品被调出目录。从谈判情况看，67 种目录外独家药品谈判成功，平均降价 61.71%。调整后，国家医保药品目录内药品总数为 2860 种，其中西药 1486 种，中成药 1374 种。中药饮片仍为 892 种。

2) 2021 年 11 月 19 日国家医保局制定了《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》，明确到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。

### 市场观察：

近期整体医药行情分化，上周医药生物板块上涨 1.08%（排名 11/28），年初至今板块下跌 6.93%（排名 22/28）。

### 整体投资策略：

从半年维度，建议以“性价比策略”思路选择个股，结合估值、业绩趋势、股价催化的匹配作为前提进行筛选。

——①医疗服务。目前各地医疗服务价格调整已进入窗口期，且近期康复医疗支持政策进一步落地，促进行业发展。

——②政策预期修复：a) 带量采购的拐点已出现，从关节和胰岛素带量采购看，无论是监管部门还是投标企业都更趋理性；b) 国家医保目录谈判结果好于预期（尤其是部分大品种），体现出创新药是被政策高度鼓励和支持的方向。

——③经营业绩改善：部分板块公司（如中药）经过较长维度的经营和股价调整后，经营基本触底，后续业绩有望稳健增长

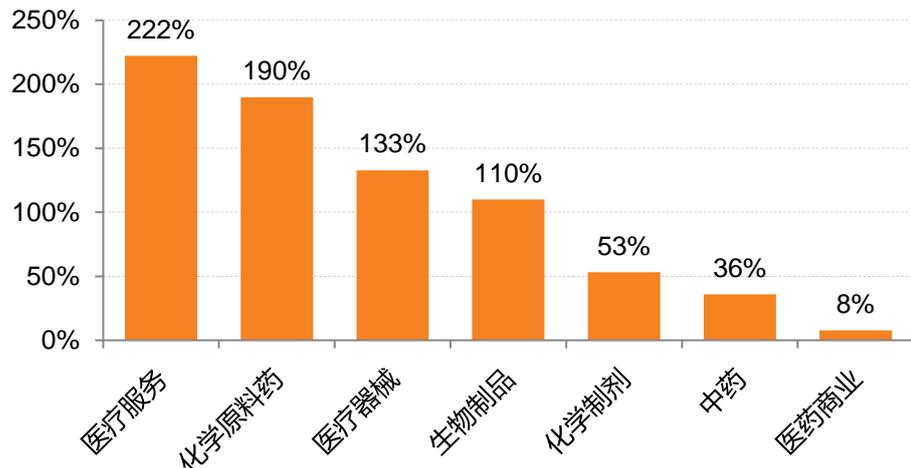
### 近期建议选股思路（按先后顺序）：

- 1) 医疗服务：三星医疗、国际医学、通策医疗、锦欣生殖(H)、爱尔眼科；
- 2) 中药：同仁堂（建议关注）、健民集团（建议关注）、羚锐制药（建议关注）、济川药业（建议关注）
- 3) CXO：药明康德、泰格医药、康龙化成（建议关注）、凯莱英、博腾股份
- 4) 医疗器械：迈瑞医疗、爱博医疗、南微医学、欧普康视（建议关注）、时代天使（H）；
- 5) 连锁药店：一心堂、老百姓；
- 6) 创新药：信达生物（H）、亿帆医药、君实生物
- 7) 精选个股：金斯瑞生物科技（H）、现代牙科（H）、微创医疗（H）

## 2. 中药：部分中药公司有望迎来估值与经营双修复

自 2018 年至今三年以来，中药板块在股价表现上显著跑输医药其他细分子板块，我们认为主要影响因素包括：医保控费的影响（尤其是中药注射剂）、医保目录调整的担心、企业产品经营的调整等等。当前时点，相当部分中药公司估值已较长时间处于相对较低水平，但从经营业绩来看，部分公司已经展现出一定的向上弹性。此外部分公司近期在经营管理、产品销售、转型升级上开始出现积极变化，我们预计部分中药公司有望迎来估值与经营的双修复。建议关注：同仁堂、济川药业、羚锐制药、健民集团等。。

图 1：过去三年医药板块细分子行业涨跌幅表现出较大差异



资料来源：wind，天风证券研究所，数据时间截止至 2021.11.26 注：化学原料药（含 CDMO）

表 1：部分中药公司经营更新（按市值大小排序）

代码	公司	目前市值 (亿元)	货币资金(亿元)	TTM 估值	2021 前三 季度利润 增速	2021 单 三季度利 润增速	近期变化
600436.SH	片仔癀	2745	67	117	51%	93%	管理层调整
000538.SZ	云南白药	1192	274	32	-42%	-64%	
600085.SH	同仁堂	510	94	41	29%	26%	管理层调整、产品提价
000423.SZ	东阿阿胶	296	52	81	1536%	141%	
002603.SZ	以岭药业	276	11	19	20%	-14%	
000999.SZ	华润三九	251	41	14	10%	-29%	股权激励、管理层调整
600535.SH	天士力	211	23	14	35%	16%	核心产品新适应症获批上市
600771.SH	广誉远	173	1	-121	-271%	-393%	管理层调整
600566.SH	济川药业	169	53	11	33%	52%	大手笔 BD
600329.SH	中新药业	164	21	24	39%	30%	管理层调整
603567.SH	珍宝岛	145	3	33	1%	-160%	创新药收购
000650.SZ	仁和药业	118	22	16	38%	43%	股权激励
600993.SH	马应龙	107	21	23	12%	20%	
600976.SH	健民集团	95	8	34	104%	31%	产品价格上涨
002275.SZ	桂林三金	94	17	36	-4%	-28%	股权激励
600129.SH	太极集团	88	15	29	1426%	2733%	管理层调整

002737.SZ	葵花药业	86	21	13	26%	17%	管理层调整
600750.SH	江中药业	78	20	15	14%	13%	股权激励
603896.SH	寿仙谷	77	7	45	30%	30%	
600285.SH	羚锐制药	73	9	19	21%	16%	产品价格上涨
600557.SH	康缘药业	61	9	22	10%	9%	中药创新药获批
600351.SH	亚宝药业	57	5	35	58%	49%	
600479.SH	千金药业	47	13	14	16%	3%	股权激励

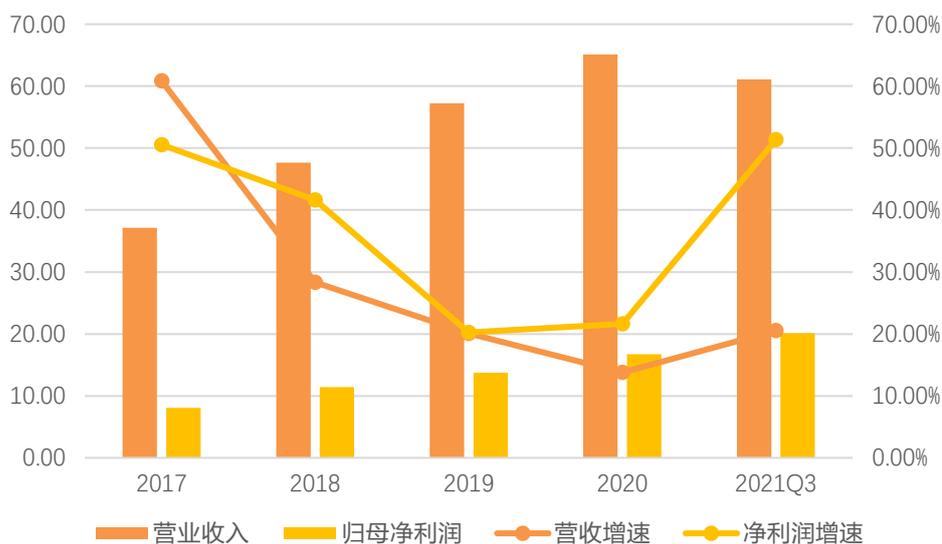
资料来源：WIND，各公司公告，公司官网，天猫，天风证券研究所，近期变化的时间范围为：是指近一个季度

## 2.1. 片仔癀

**拓展线上营销渠道，业绩高速增长。**片仔癀于 2003 年在上交所挂牌上市，为第一批“中华老字号企业”。公司坚持“一核两翼”大健康发展战略，在夯实医药制造业的基础上，加强化妆品、日化产品及保健品、保健食品两翼，并同时拓展医药流通业为补充。经过数年的精心打造和努力奋斗，形成了健康领域多业态聚集的格局，公司以“片仔癀”为主产品，同时持续做大做强复方片仔癀含片、复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔疮膏、茵胆平肝胶囊、心舒宝片、增乳膏、川贝清肺糖浆、清热止咳颗粒、少林正骨精、藿香正气胶囊、小儿止咳糖浆等系列产品，涵盖了肝病用药、感冒用药、皮肤科用药等众多领域。此外，公司近年来积极布局经典名方，丰富公司产品线，片仔癀牌的“安宫牛黄丸”已成功推向市场。

2021 年，公司加快线上营销渠道的拓展，同时启动天猫和京东线上平台的片仔癀大药房旗舰店，带动了业绩高速增长。2021 年前三季度，公司实现营业收入 61.12 亿元，同比增长 20.55%；归母净利润 20.11 亿元，同比增长 51.36%；其中 2021Q3 单季度实现营业收入 22.63 亿元，同比增长 24.09%；归母净利润 8.96 亿元，同比大幅增长 93.08%。

图 2：公司业绩增长提速（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

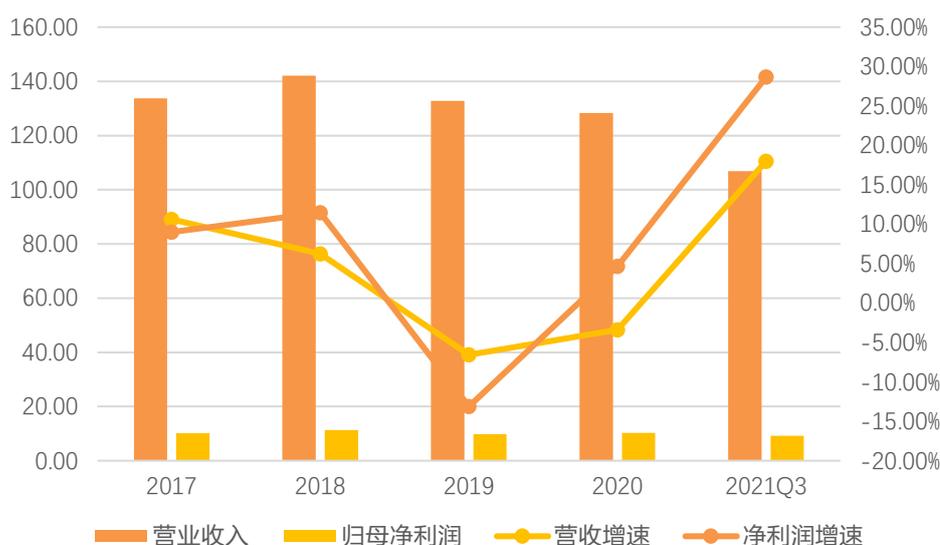
## 2.2. 同仁堂

**营销改革成效逐渐显现，主导产品提价。**同仁堂至今已有 352 年历史，拥有国内最先进的传统中成药生产基地，是国内传统中成药年产量最大的现代中药产业集团。公司拥有包含中药材种植、中药材加工、中成药生产、医药物流配送、药品零售、中成药研发在内的完

整产业链条，以生产和销售传统中成药为主业，常年生产的中成药超过 400 个品规，产品剂型丰富，覆盖内科、外科、妇科、儿科等类别，以安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸为代表的产品以及众多经典药品家喻户晓，在临床病患治疗中盛享美誉，其中“安宫牛黄丸传统制作技艺”被列入第四批国家级非物质文化遗产代表性目录。

2021 年，公司稳步开展营销改革，以安宫牛黄丸及破壁灵芝孢子粉胶囊为重点培育产品，通过加强事业部联动探索多渠道协作，缩短销售链条优化经销商管理，丰富广告投放打造多维度推广体系；同时进一步梳理事业部职能，完成岗位分工与组织架构优化，确保不同品种责任落实落细，业绩实现稳步增长。近日公司下发价格调整通知，由于牛黄跟麝香两味中药原材料涨势较为迅猛，主导产品安宫牛黄丸的销售价格将从 780 元提至 860 元，价格涨幅约为 10%。

图 3：公司业绩逐步恢复增长（亿元）



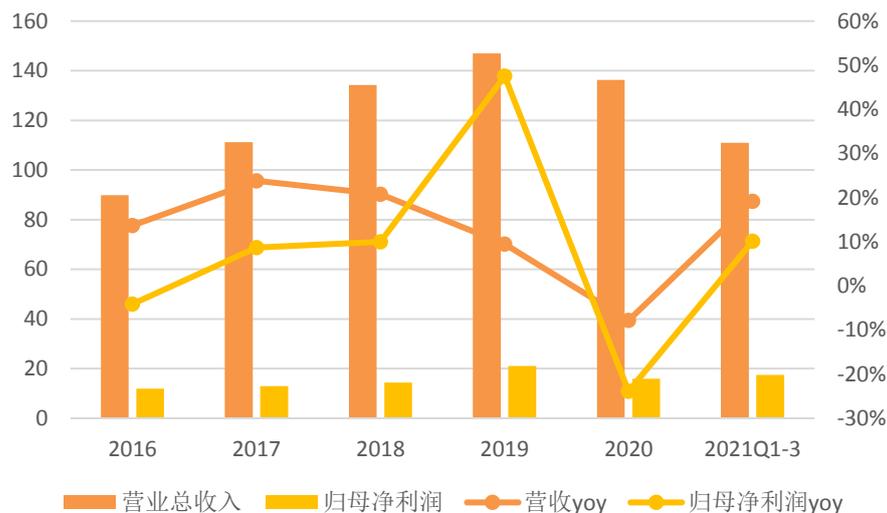
资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.3. 华润三九

**品牌+创新双驱动，打造大众医药健康产业的引领者。**公司自我诊疗(CHC)业务覆盖感冒、胃肠、皮肤、肝胆、儿科、骨科、妇科等品类，并积极向健康管理、康复慢病管理产品延伸。处方药产品覆盖心脑血管、肿瘤、消化系统、骨科、儿科等治疗领域，拥有参附注射液、理洫王牌血塞通软胶囊、华蟾素片剂及注射剂、益血生胶囊、金复康口服液、茵栀黄口服液等多个中药处方药品种。公司从 OTC 为主升级到布局整个 CHC 健康消费品业务，处方药业务围绕核心品类建立学术能力和管线优势，为 CHC 健康消费品业务赋能。公司品牌优势，在渠道终端和消费者端有强大基础。在创新方面，CHC 业务重点关注产品升级，在处方药领域，通过强化管线，打造学术能力，推动业务不断提升。

**股权激励彰显发展信心。**公司于 2021 年 12 月 2 日发布首期股权激励计划（草案），激励对象包括公司任职的高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员及核心业务人员等共 284 名。考核要求为 2022-2024 年归母扣非净资产收益率分别不低于 10.15%/10.16%/10.17%，且不低于对标企业 75 分位水平；以 2020 年为基准，2022-2024 年归母扣非净利润年复合增长率不低于 10%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；2022-2024 年总资产周转率不低于 0.69/0.70/0.72。

图 4: 公司业绩稳健增长 (亿元)



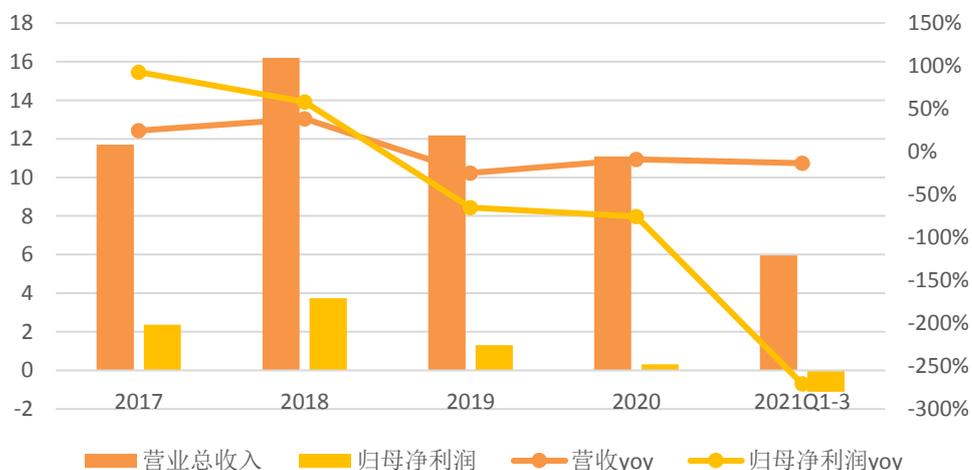
资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2.4. 广誉远

**历史积淀深厚, 疫情及动销影响业绩承压。**公司核心子公司山西广誉远距今已有 480 年的历史, 是中国现存历史最为悠久的中药企业与药品品牌, 其核心产品龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸的制作技艺先后入选国家级非物质文化遗产名录, 牛黄清心丸的制作技艺则被列入山西省非物质文化遗产名录。受国内疫情零星散发、销售结构变化、部分原材料价格上涨、营销投入加大等影响, 2021 年 Q1-3 公司收入 5.95 亿元, 同比下降 13%, 归母净利润亏损 1.11 亿元, 同比减少 270.77%。

**控股股东变动, 国资助力打造中医药旗舰企业。**公司于 2021 年 12 月 6 日召开第七届董事会第十六次会议, 审议通过了《关于选举公司第七届董事会董事长的议案》, 会议选举鞠振先生为公司第七届董事会董事长, 山西国资入主广誉远正式落地。山西国资的入主有望提升和整合广誉远的资本优势、品牌优势、产业优势及文化优势, 全面为广誉远赋能。

图 5: 公司业绩稳健增长 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2.5. 济川药业

**济川药业：儿科用药领域的长跑健将。**公司药品产品线主要围绕儿科、消化、呼吸等领域，主要产品为蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊、小儿鼓翘清热颗粒等。其中，蒲地蓝消炎口服液为独家剂型，临床上主要用于腮腺炎、咽炎、扁桃体炎、疖肿等；雷贝拉唑钠肠溶胶囊是新一代质子泵抑制剂，主治十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎；小儿鼓翘清热颗粒为独家品种，主治小儿风热感冒。除药品业务外，公司子公司蒲地蓝日化主要从事蒲地蓝牙膏等日化产品业务，康熙源主要从事保健品业务。与天境生物签署长效生长激素 TJ101 独家合作协议，有望拓展儿科用药产品线。

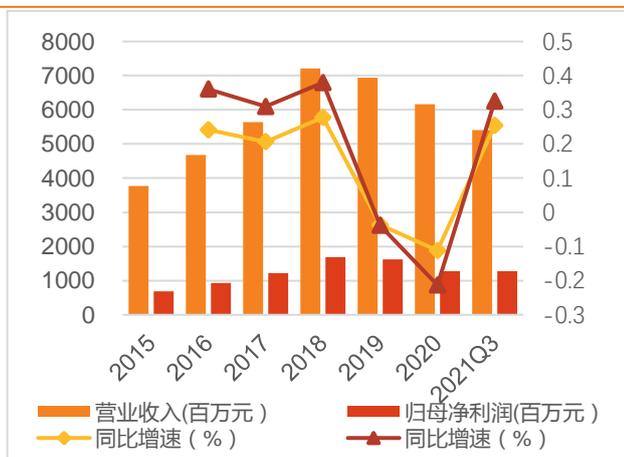
**公司在儿科用药领域有广泛的认可度，蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊以及小儿鼓翘清热颗粒继续保持市场领先规模优势。**2020 年蒲地蓝消炎口服液、小儿鼓翘清热颗粒、健胃消食口服液入选中华中医药学会《中医儿科临床诊疗指南》。此外，蒲地蓝消炎口服液、小儿鼓翘清热颗粒、三拗片等产品入选多省新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案、防控手册中。

11 月 10 日晚，公司发布全资子公司签署伊坦生长激素（TJ101）独家开发、生产及销售合作协议的公告，获得天境生物长效生长激素 TJ101 在中华人民共和国大陆地区（不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）的开发、生产及商业化授权，支付的首付款及里程碑付款将不超过人民币 20.16 亿元（不含税），包括 2.24 亿元（不含税）的首付款以及不超过人民币 17.92 亿元（不含税）的开发及销售里程碑付款以及一定比例的 IP 授权提成。

伊坦长效重组人生长激素 TJ101 目前处于儿童生长激素缺乏症（PGHD）临床 III 期试验阶段，产品临床注册进展及销售团队的组建值得关注。我们认为，生长激素产品主要面向儿童，且销售具有较强的 To C 属性，对公司销售团队的专业化建设提出较高要求，济川药业专注于儿科用药领域，核心品种蒲地蓝已在医疗机构及院外市场广泛推广，与 TJ101 产品在销售上有一定协同性，有望借助公司渠道优势，促进产品推广。

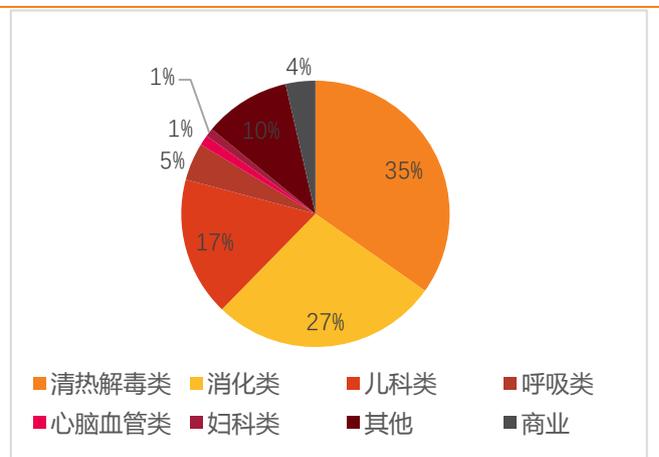
**生长激素应用及成长空间广阔。**根据 Frost&Sullivan 的报告，目前预计只有 5.7% 的中国儿童生长激素缺乏症（PGHD）患者接受生长激素治疗，临床需求很大程度上尚未得到满足；中国 PGHD 市场预计到 2030 年将增长至 358 亿元人民币，2018-2030 年 CAGR 约 19.8%。截止 2021 年 11 月，获得重组人生长激素中国上市许可的企业有 7 家，其中长效生长激素制剂仅有金赛药业的聚乙二醇重组人生长激素注射液产品获批。我们认为，济川药业与天境生物就 TJ101 产品签署的合作协议有望拓展公司在儿科用药领域的产品线，打开成长空间。

图 6：2021Q3 营业收入和净利润恢复快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：药品业务覆盖多个细分领域



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：主营业务收入构成为 2020 年报数据

## 2.6. 珍宝岛

珍宝岛药业以中药制剂为业务基石，通过投资生物药企业寻求创新转型。公司核心产品为注射用血塞通、血塞通注射液、舒血宁注射液等心脑血管类药品。2016 年至 2021 上半年，公司营业总收入整体呈上升趋势。公司通过投资生物药企业寻求创新转型。2021 年 6 月 15 日，黑龙江珍宝岛药业股份有限公司与浙江特瑞思药业股份有限公司签署投资合作协议，珍宝岛出资 4 亿元投资特瑞思，占特瑞思增资扩股后总股本的 16.67%，公司持股 5% 以上的股东虎林龙鹏投资中心（有限合伙）占 25.84%，这将推动公司进入欧美主流医药市场，提高其国际化水平。

浙江特瑞思药业股份有限公司成立于 2010 年，核心成员来自于施贵宝、强生、艾伯维、罗氏（基因泰克）、勃林格殷格翰等知名制药公司，由海外归国专家吴幼玲博士联合浙江民营企业企业家创立，其人才储备覆盖了单克隆抗体产品的研发和商业化生产的全过程。特瑞思的自主创新产品 TRS005 作为同靶点首个 ADC 药物，在临床前动物肿瘤模型中表现出十分出色的抗肿瘤作用，疗效是重磅级单抗药物的 8 倍以上，同时相对剂量使用较为安全。在 I 期临床阶段，其取得了较好的成效，并有望成为第一个上市的抗 CD20-ADC 产品。

表 2：特瑞思研发管线

适应症领域	产品名称	产品类型	适应症	临床前	IND	I 期	II 期	III 期	NDA	上市
肿瘤	TRS001	重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液	B 细胞性非霍奇金淋巴瘤							
	TRS003	重组人源化抗 VEGF 单克隆抗体注射液	大肠癌、非小细胞肺癌等							
	TRS004	注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体	HER2 高表达的复发性、转移性乳腺癌等							
	TRS005	注射用抗 CD20 偶联药物	复发或难治的 B 细胞非霍奇金淋巴瘤							
	TRS006	新靶点单抗偶联药物	三阴性乳腺癌、胰腺癌、肝癌、慢性淋巴细胞白血病、急性淋巴细胞白血病等							
	TRS007	纳米抗体	黑色素瘤、肾细胞癌、非小细胞肺癌、尿路上皮癌等							
	TRS008	双特异性抗体	非小细胞肺癌、尿路上皮癌等							
	TRS009	双特异性抗体	肺癌、黑色素瘤、膀胱癌，消化道肿瘤等							
	高脂血症	TRS010	治疗性单克隆抗体药物	高胆固醇血症						

资料来源：特瑞思公司官网，Insight 数据库，天风证券研究所

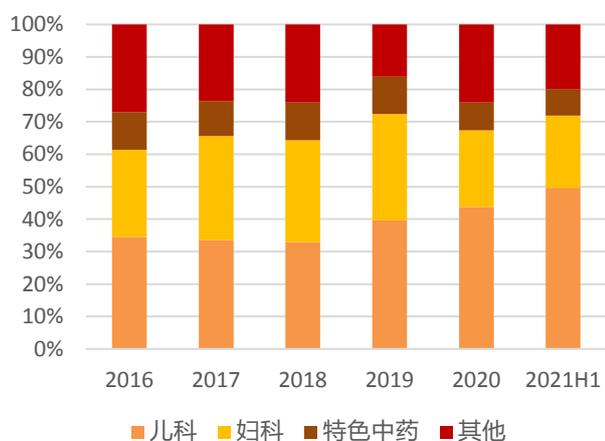
## 2.7. 健民集团

核心大单品焕新升级，销售收入快速攀升。健民集团传承“叶开泰”近 400 年历史文化，中药产业链底蕴深厚，品类结构完善，主营业务涵盖中成药研发、制造、批发与零售全产

业链，上游的药品及大健康产品聚焦儿科、妇科、老年等多个治疗领域，涵盖颗粒剂、片剂、丸剂、胶囊剂、糖浆剂、膏剂等剂型近 500 个品种、品规，其中钻石单品“龙牡壮骨颗粒”是治疗儿童不爱吃饭、发育迟缓、夜惊多汗和儿童补钙的品种，上市 30 多年来，创造了累积销售 300 亿袋，健康三代人的奇迹。

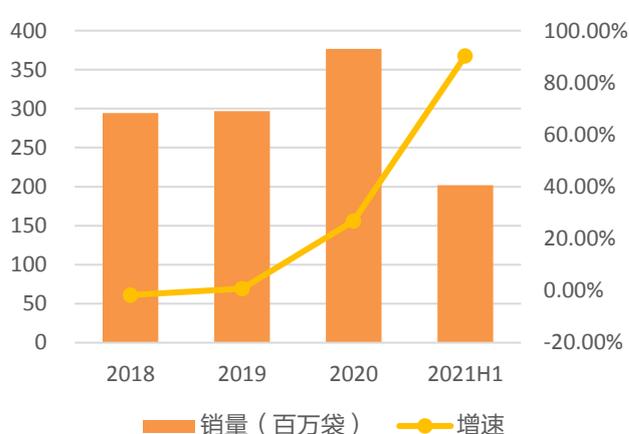
2021H1 公司儿科产品营业收入实现 4.81 亿元，同比增长 119.22%，占医药工业板块总收入近 50%，业绩的快速提升主要得益于公司独家大单品龙牡壮骨颗粒升级换代后顺势提价，增厚盈利水平。2020 年公司秉持敢于创新的理念，同时基于产品自身产品力，焕新升级明星产品龙牡壮骨颗粒，新一代龙牡黄金大单品脱颖而出，2021H1 龙牡壮骨颗粒销售量突破 2 亿袋，同比大幅增长 90.29%。

图 8：2016-2021H1 公司儿科业务收入占比逐年升高（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：龙牡壮骨颗粒销售量快速增长（百万袋）



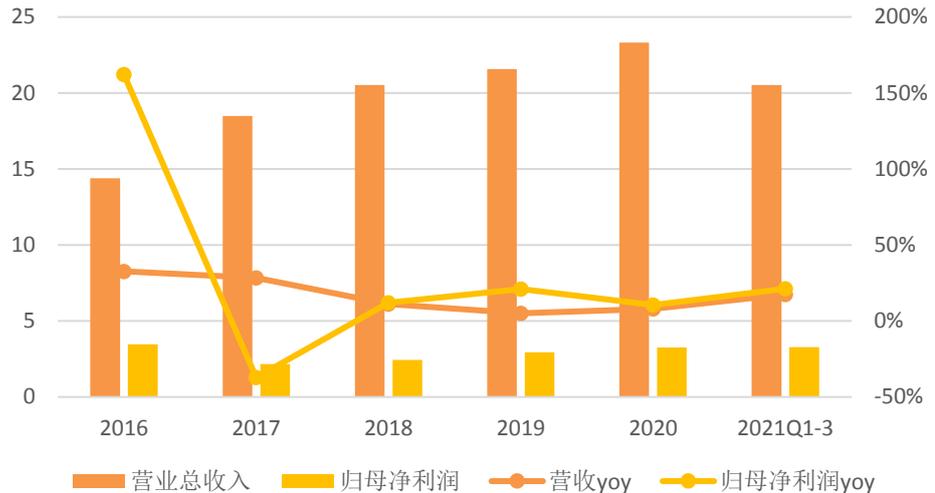
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.8. 羚锐制药

公司为贴膏剂龙头，聚焦骨科疾病、心脑血管疾病等领域。目前主要生产、销售的药品有通络祛痛膏、活血消痛酊、壮骨麝香止痛膏、舒腹贴膏、锐枢安芬太尼透皮贴剂等外用制剂，以及培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊、丹玉通脉颗粒、丹鹿通督片等口服制剂。

产品提价有望增厚业绩，股权激励激发增长动能。公司于今年三季度启动部分产品提价，精品贴膏剂也持续发力，有助于公司进一步优化产品结构和提升利润水平。公司 2021 年限制性股票激励计划于 2021 年 7 月 12 日完成授予，拟向对象授予 1,376.44 万股，授予价格为 4.78 元/股，激励目标 2020 年净利润为基数，2021-2023 年净利润增长率不低于 20%/44%/65.6%，持续激发核心员工积极性。

图 10：公司业绩持续提升（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.9. 江中制药

**江中药业：消化领域用药的领军企业。**公司产品分类为非处方药、处方药、大健康产品及其他，覆盖消化系统、咽喉、补益、心脑血管、妇科、泌尿系统等多个领域。

①非处方药主要产品有公司本部的健胃消食片、乳酸菌素片、复方草珊瑚含片等，控股子公司桑海制药和济生制药的多维元素片、复方鲜竹沥液、牛黄蛇胆川贝液、川贝枇杷胶囊、风寒感冒颗粒、复方瓜子金颗粒、氨咖黄敏口服溶液、夏桑菊颗粒等。

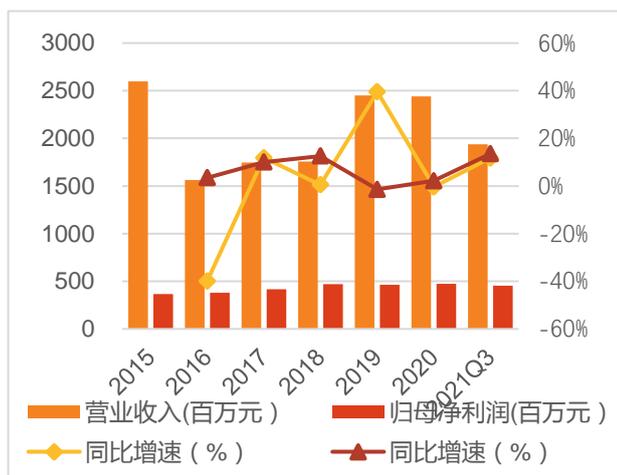
②处方药主要产品有公司本部的蚓激酶肠溶胶囊、痔康片、舒胸颗粒等，控股子公司桑海制药和济生制药的八珍益母胶囊、黄芪生脉饮、排石颗粒、肾宝胶囊、珍菊降压片、双橘颗粒等。

③大健康产品及其他业务主要包括初元和参灵草。初元主要为营养饮品，其中初元复合肽营养饮品主要成分是肽，是由不同小分子活性蛋白搭配研制的产品；参灵草主要成分为西洋参、灵芝、冬虫夏草（或虫草菌粉）；还包括胖大海菊花乌梅桔红糖（原名：亮嗓）、古优氨基葡萄糖钙片、江中利活益生菌和锐洁消毒湿巾，以及 2021 年新上市的江中益童益生菌、江中益童八珍糕等。

公司拥有“江中”、“初元”两个驰名商标和“桑海”、“杨济生”两个江西省著名商标。据世界品牌实验室（World Brand Lab）发布的 2021 年《中国 500 最具价值品牌》排行榜，“江中”品牌价值 291.15 亿元，位于医药行业第 6 位。

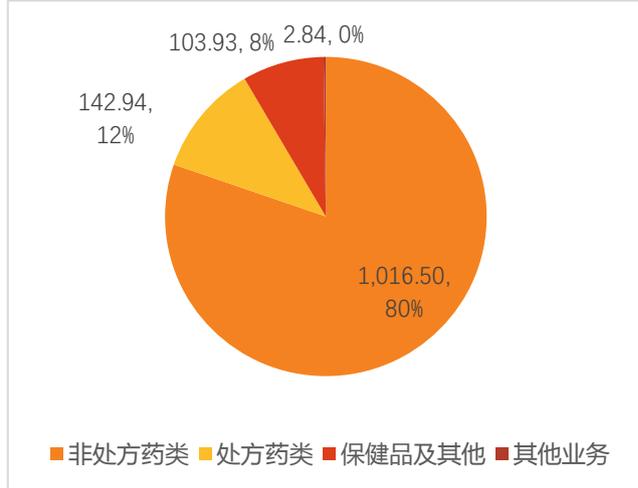
**股权激励考核 2022-2024 年投入资本回报率、净利润及研发投入，彰显发展信心与决心。**2021 年 6 月 17 日，公司通过 2021 年限制性股票激励计划（草案）等相关议案。其中，对于净利润的考核以 2020 年归母净利润为基数，较 2020 年，2022-2024 年归母净利润年同比增速应不低于 6%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；2022-2024 年研发投入强度分别不低于 2.96%、2.98%、3.00%，彰显发展信心与决心。

图 11: 2021Q3 营业收入和净利润恢复稳健增长



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 12: 非处方药业务贡献主要营业收入



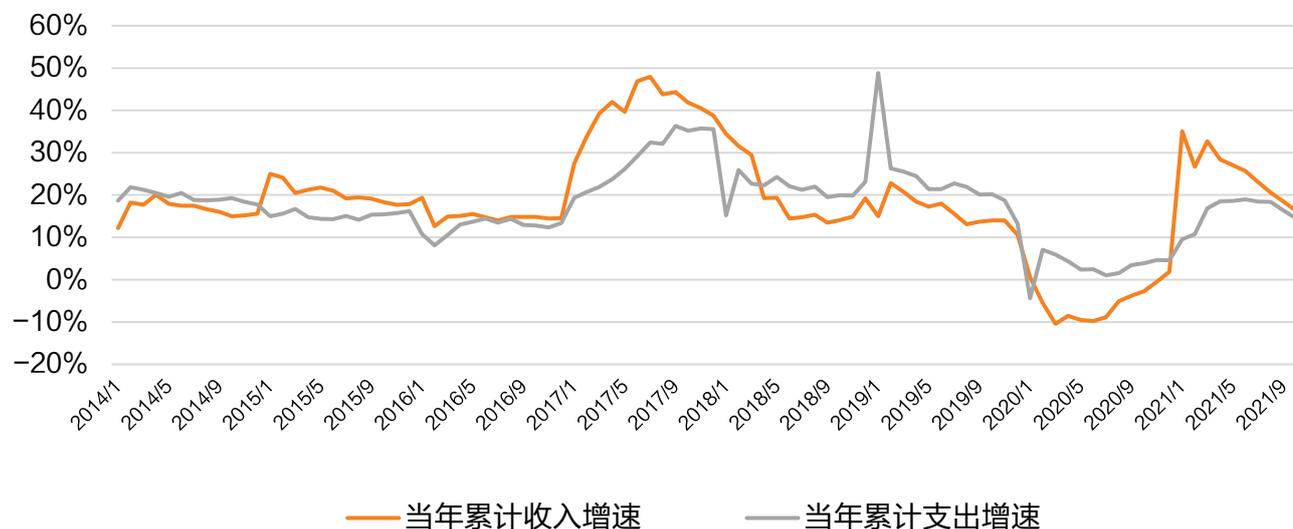
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

注: 主营业务收入构成为 2021 半年报数据

### 3. 全国医保收支情况

2021 年 1-10 月, 全国医保基金 (含生育保险) 累计收入 22141.92 亿元, 同比增长 16.3%, 其中职工医保 (含生育保险) 14930.65 亿元, 居民医保 7211.27 亿元。累计支出 (含生育保险) 19013.13 亿元, 同比增长 14.4%, 其中职工医保 (含生育保险) 11795.56 亿元, 居民医保 7217.57 亿元。

图 13: 全国基本医保 (含生育保险) 累计收入和累计支出增速 (截止 2021 年 10 月)



资料来源: 国家医保局, 天风证券研究所, 注: 2020 年开始收入和支出增速均包含生育保险

### 4. 近期重点报告

#### 4.1. 迈瑞医疗—医疗新基建引领需求, “三瑞” 系统构建智慧医疗生态圈

国内医疗器械的领航者, 致力于为全球医疗机构提供优质产品和服务

公司主要业务涵盖生命信息与支持、体外诊断、医学影像、外科、骨科、动物医疗等多个领域。其中, 生命信息与支持业务的大部分产品如监护仪、除颤仪、麻醉机、呼吸机、

输注泵、以及体外诊断业务的血球等均成为国内第一。基于全面的医疗器械产品线，公司相继推出了瑞智联、瑞智检、瑞影云三大 IT 解决方案，推动智慧医院建设。

### 国内医疗新基建支撑医疗设备销售，地方政府积极响应

2020 年 5 月，多部委联合发布《公共卫生防控救治能力建设方案》明确指出全国各级医院集中力量加强能力建设，补齐新冠肺炎疫情暴露的公共卫生特别是重大疫情防控救治能力短板，推动了医疗设备采购的需求。随后国家陆续推出相关政策，形成了以完善我国疾病防控和公共卫生应急体系为主要目标的建设方案，得到了各地政府积极响应。

### “三瑞”系统响应智慧医院建设，打造院内诊疗生态圈

瑞智联、瑞智检、瑞影云是公司在智慧医院建设背景下分别针对生命信息支持业务、IVD 业务、影像业务推出的智能化 IT 解决方案平台。截至 2021 年上半年，公司的瑞智联在国内已实现装机+签署订单共计 76 套，瑞影云在国内已实现装机+签署订单共计 400 套，同时开始在国内市场大力推广迈瑞医疗智检实验室 IT 方案。在国内智慧医院建设的发展浪潮下，“三瑞”系统有望打造新型院内诊疗生态圈，提升医院运营效率，应用前景广阔。

### 海外市场加速开拓，疫情后时代公共卫生建设提速

新冠疫情提升了迈瑞医疗的海外影响力。疫情期间，公司在国际市场的品牌影响力和认知度得到了提升，实现了众多高端市场的客户群突破，给公司未来的增长带来了更多的机会。其中，欧洲市场高端医院持续突破，叠加疫情后时代欧洲市场陆续开展医疗新基建的机遇，有望持续快速增长；ROW 区市场多点开花，监护、血球、超声等多产品线销售快速拓展。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com