

医药

行业研究/周报

中药消费品有望迎来价值重塑的战略机遇

—医药周报 20211220

医药周报

2021年12月20日

报告摘要:
● 本周行情 (2021.12.13-2021.12.17)

本周申万医药指数下跌2.34%，涨幅跑输上证综指(-0.93%)和沪深300(-1.99%)，其中15日受美国商务部新闻影响，跌幅达到2.31%。本周中药板块表现较好，本身处于历史估值低位，且行业消费属性强，股权激励保障行业增速，有望迎来业绩+估值双升的投资机遇，因此本周我们探讨中药板块。

● 低估值中药板块有望迎来价值重塑的战略机遇

中药是目前医药板块中除医药流通之外估值和股价最低的板块。近年来国家陆续发布文件支持中医药发展，大力支持中医药行业的发展。品牌中药的消费属性较强，大多拥有自主提价权，产品利润基础及弹性有保障，近年来我们已经看到多数品牌中药如安宫牛黄丸、片仔癀在持续提价。其次中药消费品大多在OTC端进行销售，受医保政策影响相对较小，有望向日常消费品估值靠拢，迎来估值重塑的战略发展机遇。

● 众多独家品种叠加股权激励，行业向上空间充分打开

中药品种、品牌、专利壁垒高，独家产品具有稀缺性。近年来多家中药企业内部经营管理得到改善，零售端营销改革和渠道改善增加产品销售业绩，2020年开始多家中药上市公司出台股权激励和员工持股计划，业绩年增速要求集中在10-20%，行业发展速度得到保障，向上空间充分打开，估值有望持续提升。

● 策略观点:

国家政策对中医药发展大力支持，中药独家品种具有稀缺性。目前中药板块处于低估值，有望迎来配置良机，在国家政策支持+行业营销改革改善+股权激励保障等多轮利好冲击下，有望看见部分中药消费品持续发力OTC市场，给企业带来估值+业绩双升，建议关注有品牌价值和独家产品优势的同仁堂、片仔癀、健民集团、济川药业、羚锐制药等。

● 本周股票建议关注组合

成长组合：药石科技、佰仁医疗、爱博医疗

稳健组合：九洲药业、片仔癀、博腾股份

弹性组合：健民集团、济川药业、同仁堂

● 风险提示

医药行业政策变动风险；医疗消费需求下降风险，其他系统性风险。

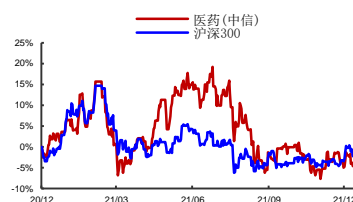
盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 12月17日	EPS			PE			评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
600085	同仁堂	38.9	0.75	0.9	1.06	52	43	37	暂未评级
600436	片仔癀	456.5	2.77	3.9	4.96	165	117	92	暂未评级
600976	健民集团	65.0	0.96	2.06	2.75	68	32	24	暂未评级
600285	羚锐制药	13.8	0.57	0.72	0.87	24	19	16	暂未评级
600566	济川药业	22.0	1.44	-	-	15	-	-	暂未评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院（未覆盖公司盈利预测使用wind一致预期）

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较


资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：周超泽

执业证号：S0100521110005

电话：021-80508866

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师：许睿

执业证号：S0100521110007

电话：021-80508867

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理：宋丽莹

执业证号：S0100121120015

电话：021-80508868

邮箱：songliying@mszq.com

相关研究

- 1.行业专题研究:美国实体清单无影响,积极拥抱医药行业
- 2.行业周(月)报:从最新数据看现有疗法对Omicron有效性

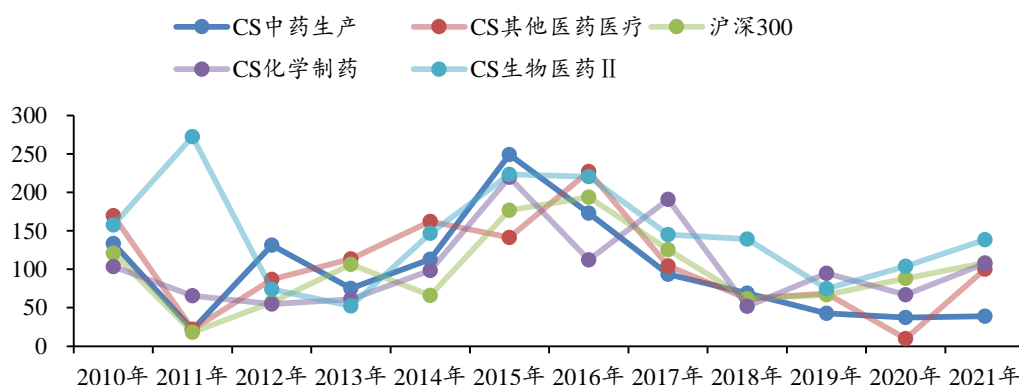
目录

1	低估值中药板块有望迎来价值重塑的战略机遇.....	3
2	众多独家品种叠加股权激励，行业向上空间充分打开.....	4
3	长期看好中药消费品持续发力 OTC 市场.....	7
4	投资策略.....	8
5	风险提示.....	8
	插图目录.....	9
	表格目录.....	9

1 低估值中药板块有望迎来价值重塑的战略机遇

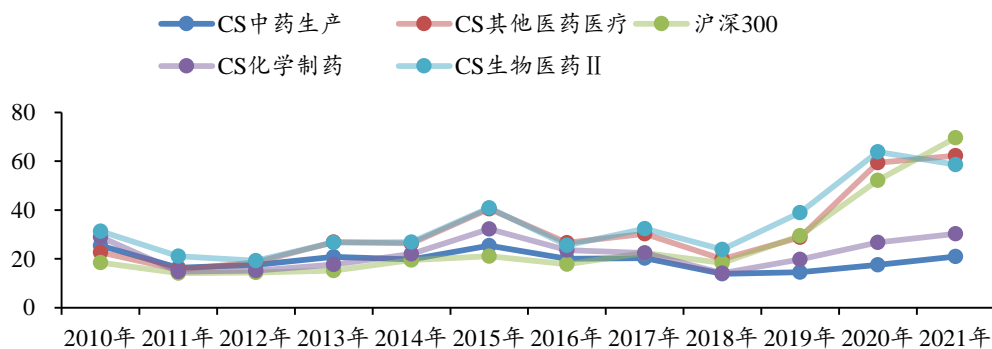
中药是目前医药板块中除医药流通之外估值最低的板块。过去数年，中药板块在股票市场上鲜有行情，仅2015年受益于大牛市和屠呦呦斩获诺贝尔奖的事件利好，中药板块估值位于高点；在2016年以后，医保目录调整、限制中药注射剂等事件的发生整体制约了行业发展，板块估值自2015年后一路下滑，至今仍在底部，估值低安全性好。

图1: 医药行业及沪深300的PE走势



资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 医药行业及沪深300的收盘价走势



资料来源: wind, 民生证券研究院

国家级文件大力支持中医药，政策推进行业快速发展。2021年国务院发布《关于印发深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务的通知》，实施中医药振兴发展重大工程，支持打造一批国家中医药传承创新中心、中西医协同“旗舰”医院等。“十四五”期间，浙江省规划中医药重大项目115个，涉及中医医疗服务、中医药产业、科技创新等，中医药领域的投入资金将达到560亿元。

图3: 国家中医药管理局发布会

国家中医药管理局就贯彻落实《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》举行新闻发布会

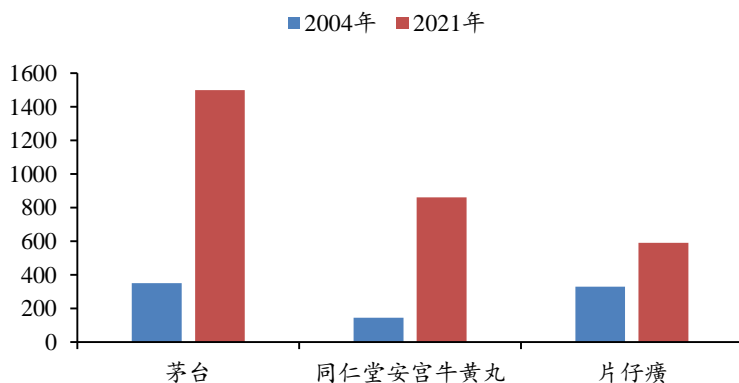
时间: 2021-10-25 16:24:55

实。我们的规划提出重大改革、重大政策、重大平台和重大项目, 规划是有四个重大来支撑的, 其中重大项目是115个, 涉及到中医医疗服务、中医药产业、科技创新等, “十四五”期间, 我们中医药领域的投入资金将达到560亿元。以规划带项目, 以项目带资金。

资料来源: 国家中医药管理局, 民生证券研究院

中药消费品消费属性较强, 有望迎来估值重塑的战略发展机遇。自2018年以来医保目录调整加速, 集采措施在国家和地方层面频繁进行, 极大影响了药品及器械行业的利润空间, 中药板块性价比开始凸显。品牌中药的消费属性较强, 大多拥有自主提价权, 产品利润基础及弹性有保障, 近年来我们已经看到多数品牌中药如安宫牛黄丸、片仔癀在持续提价。其次中药消费品大多在OTC端进行销售, 受医保政策影响相对较小, 投资价值将逐步被市场认知, 有望向日常消费品估值靠拢, 迎来估值重塑的战略发展机遇。

图4: 茅台、安宫牛黄丸、片仔癀终端价格(元)

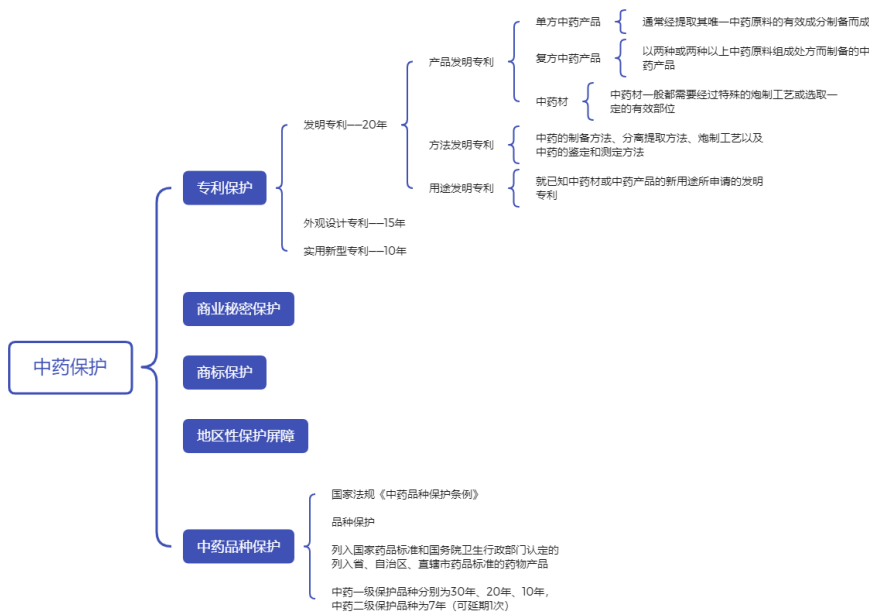


资料来源: 民生证券研究院整理

2 众多独家品种叠加股权激励, 行业向上空间充分打开

中药品种、品牌、专利壁垒高, 独家产品具有稀缺性。中医药板块重视专利和配方保护, 多个产品为独家品种或拥有独家专利保护。中医药历史悠久, 品牌效应极强, 独家品种叠加优势品牌, 使得优质中药大单品供不应求, 业绩有望提升。

图5: 中药保护方法



资料来源：中国卫生法制，民生证券研究院

中药企业经营改善，股权激励彰显公司经营信心。 中药企业独家品种众多，天然具有消费基础，且近年来多家中药企业内部经营管理得到改善，外部医院端集采降价压力基本消化，零售端营销改革和渠道改善增加产品销售业绩，内外双重动力推动业绩兑现。

表1: 部分中医药品种梳理

公司	保密程度	保密时间	中药保护	配方	疗效	重要成分	备注
云南白药	国家绝密	永久	一级	云南白药	伤药	三七	独家
漳州片仔癀	国家绝密	永久	一级	片仔癀	消炎	麝香、牛黄、三七、蛇胆	独家
奇星药厂	国家保密	长期	二级	华佗再造丸	中风恢复	当归、川芎	独家
北京同仁堂	国家保密	长期	二级	安宫牛黄丸	中风急症	犀牛角（后改用水牛角，功效出现很大差别）	非独家
雷允上药业	国家保密	长期	二级	六神丸	祛毒杀菌	冰片、麝香、牛黄	国家非物质文化遗产
山西广誉远	国家保密	长期	二级	龟龄集	男科	红参、鹿茸、海马、枸杞	独家，国家非物质文化遗产
上海和黄药业	国家保密	长期	二级	麝香保心丸	心肌缺血	冰片、人参、麝香	独家
中新药业	国家机密	不少于20年	二级	速效救心丸	缓解心绞痛	川芎、冰片	非独家
千金药业	国家秘密	不少于5年	二级	妇科千金	妇科	千斤拔、金樱根、穿心莲	非独家
沃华药业	国家秘密	不少于6年	/	脑血疏	活血化瘀	黄芪、水蛭、石菖蒲	我国唯一批准脑出血药物
沃华药业	/	/	/	心可舒	活血化瘀	丹参、葛根、木香	独家
东阿阿胶	/	/	/	阿胶	补血滋阴	驴皮	国家非物质文化遗产
武汉健民	/	/	/	龙牡壮骨颗粒	强筋壮骨，和胃健脾	党参、黄芪、山麦冬、醋龟甲	独家

武汉健民 (大鹏药业)	/	/	/	体外培育牛黄	降压护肝	牛胆汁、胆酸、复合胆红素	独家
天力士	/	/	/	复方丹参滴丸	活血化瘀	丹参、三七、冰片	独家
中恒集团	/	/	/	血栓通注射剂	活血祛瘀	三七总皂苷	独家
中恒集团	/	/	/	龟苓膏(饮料)	清热解毒	鹰嘴龟、土茯苓、连翘	老中华产品
马应龙	/	/	/	麝香痔疮膏	活血消肿	麝香、牛黄、珍珠、冰片	独家
广州药业	/	/	/	消渴丸	滋肾养阴	葛根、地黄、黄芪	独家
三九医药	/	/	/	三九胃泰颗粒	理气健胃	三叉苦、九里香	独家
三九医药	/	/	/	正天丸	通络止痛	川穹、白芍	独家

资料来源：中国人民政府网，药监局，公司官网，民生证券研究院

股权激励充分保障行业发展增速，估值有望提升。根据我们统计，2020 年开始多家中药上市公司出台股权激励和员工持股计划，业绩年增速要求集中在 10-20%，彰显公司发展信心，行业发展速度得到保障，向上空间充分打开，估值有望持续提升。

表2: 中药上市公司股权激励计划

序号	公司	标的物	总数 (万股)	总股本占比 (%)	行权价格 (元/股)	业绩条件
1	中恒集团	股票	4990	1	1.76	以 2020 年为基准，2022 年 EVA 增长 21%，2023 年 EVA 增长 33%，2024 年 EVA 增长 46%。 以 2020 年为基准，2022 年净利润增长 16.6%，2023 年净利润增长 26%，2024 年净利润增长 36%。 2022-2024 年现金分红 30%。
2	中新药业	股票	493	1	7.2	以 2018 年为基准，2020 年净利润增长 9.7%，2021 年净利润增长 17.9%，2022 年净利润增长 27.1%。 2020-2022 年主营收占比 92%。 2020-2022 年 EPS 分别达到 0.8、0.86、0.92。
3	云南白药	期权	1996	2	74.05	2020 年 ROE 达到 10%，2021ROE 达到 10.5%，2022 年 ROE 达到 11%。 2020、2021、2022 年现金分红 40%。
4	信邦制药	期权	8336	4	7.32	2021-2023 年净利润分别为 2.8 亿、3.5 亿、4.3 亿。
5	健民集团	股票	106	1	13.89	以 2020 年为基准，2021 年净利润增长 20%，2022 年净利润增长 44%，2023 年净利润增长 72.8%。
6	千金药业	股票	1256	3	4.3	以 2020 年为基准，2022 年营收增长 30%，2023 年营收增长 50%，2024 年营收增长 75%。 2022-2024 年 ROE 达到 12%。 以上两个指标不低于行业均值。
7	华森制药	股票	179	0	10.18	以 2020 年为基准，2022 年 R&D 增长 20%，2023 年 R&D 增长 35%，2024 年 R&D 增长 50%。
8	华润三九	股票	979	1	14.84	以 2018 年为基准，2019 年营收增长 11%，2020 年营收增长 22%，2021 年营收增长 33%。 2022-2024 年 ROE 分别为 10.15%、10.16%、10.17%。
9	华神科技	股票	1438	2	2.7	以 2020 年为基准，2022-2024 年归母扣非净利润增长 10%，且不低于行业均值和对标企业 75 分位水平。 2022 年-2024 年总资产周转率分别为 0.69、0.70、0.72。
10	大唐药业	股票	385	3	3.83	以 2020 年为基准，2021 年净利润增长 80%，2022 年净利润增长 130%，2023 年净利润增长 180%。
						2020 年为基数，2021 年营业收入增长率不低于 5%或 2021 年净利润值不低于 5,200.00 万元；2022 年营业收入增长率不低于 15%或 2021-2022

年两年累计净利润值不低于11,000.00万元;以2020年营业收入为基数,2023年营业收入增长率不低于25%或2021-2023年三年累计净利润值不低于17,500.00万元

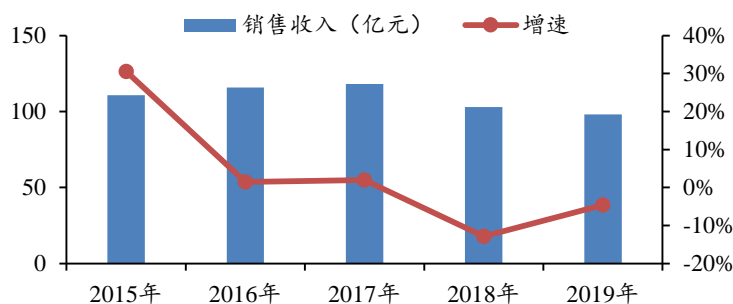
11	奇正藏药	股票	14	0	16.8	以2020年为基准,2021年营收增长15%。以2021年为基准,2022年营收增长15%。 目标A:以2020年为基准,2021年营收增长27%,2022年营收增长61%,2023年营收增长100%。
12	新天药业	股票	317	3	8.75	目标B:以2020年为基准,2021年营收增长21.6%,2022年营收增长48.8%,2023年营收增长80%。 目标C:以2020年为基准,2021年营收增长18.9%,2022年营收增长42.7%,2023年营收增长70%。
13	昆药集团	股票	256	0	4.16	以2020年为基准,2021年净利润增长10%,2022年净利润增长21%,2023年净利润增长33%。 2021-2023年现金分红占同年净利润30%。
14	易明医药	股票	439	2	5.2	以2018年为基准,2019年营收增长30%,2020年营收增长60%,2021年营收增长90%。
15	江中药业	股票	624	1	6.62	2022-2024年资本回报分别为12.74%、12.75%、12.76%。 以2020年为基准,2022-2024年净利润年复合增长6%。 2022-2024年R&D分别为2.96%、2.98%、3%。
16	特一药业	期权	400	2	14.22	以2020年为基准,2021年净利润增长170%,2022年净利润增长300%,2023年净利润增长450%。
17	羚锐制药	股票	1372	2	4.78	以2020年为基准,2021年净利润增长20%,2022年净利润增长44%,2023年净利润增长65.6%。
18	贵州三力	股票	354	1	7.5	业绩目标值分别为1.8亿、2.15亿、3.3亿。业绩触发值分别为1.71亿、2.04亿、3.13亿。
19	香雪制药	股票	877	1	3.32	以2018年为基准,2019年净利润增长15%,2020年净利润增长32.25%,2021年净利润增长52.09%。

资料来源:wind,民生证券研究院

3 长期看好中药消费品持续发力 OTC 市场

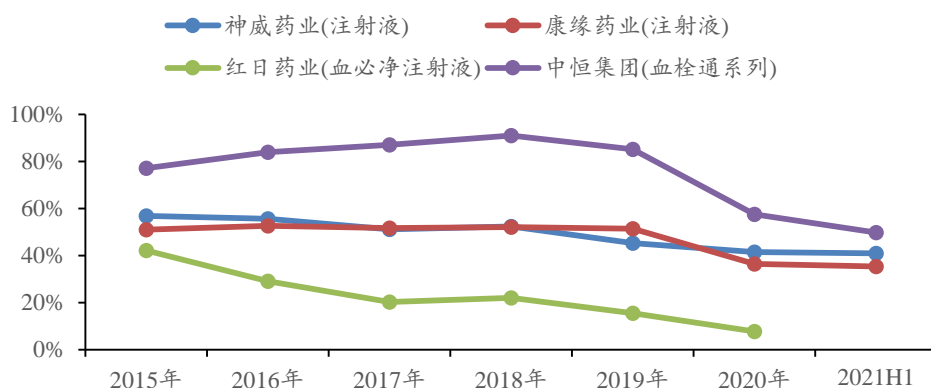
中药行业利空基本落地,看好中药消费品持续发力 OTC 市场。目前我们认为过往数年积累的中药行业利空基本落地,从中药注射剂销售额来看,国内医院端中药注射剂销售额降低至低位,中药注射剂的受限已逐步消化。

图6: 2015-2019年重点城市公立医院终端中药注射剂年度销售趋势



资料来源:火石创造,民生证券研究院

图7: 2015-2021H1 部分中药企业产品营收占比 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

长期看好中药消费品持续发力 OTC 市场，带来业绩+估值的双升。长期来看，我们认为中药板块有众多独家品种，且百姓消费基础好，在国家政策支持+行业营销改革改善+股权激励保障等多轮利好冲击下，有望看见部分中药消费品持续发力 OTC 市场，给企业带来估值+业绩双升。

4 投资策略

目前国家政策对中医药板块发展大力支持，中药独家品种、保护品种、优质品牌具有稀缺性。当下中药板块处于低估值水平，随着业绩逐步兑现，有望迎来业绩+估值的戴维斯双击，建议关注同仁堂、片仔癀、健民集团、济川药业、羚锐制药等。

5 风险提示

医药行业政策变动风险；医疗消费需求下降风险，其他系统性风险。

插图目录

图 1: 医药行业及沪深 300 的 PE 走势.....	3
图 2: 医药行业及沪深 300 的收盘价走势.....	3
图 3: 国家中医药管理局发布会.....	4
图 4: 茅台、安宫牛黄丸、片仔癀终端价格(元).....	4
图 5: 中药保护方法.....	5
图 6: 2015-2019 年重点城市公立医院终端中药注射剂年度销售趋势.....	7
图 7: 2015-2021H1 部分中药企业产品营收占比(%).....	8

表格目录

表 1: 部分中医药品种梳理.....	5
表 2: 中药上市公司股权激励计划.....	6

分析师与研究助理简介

周超泽，首席分析师，5年医药行业卖方研究经验，浙江大学工学学士、哥伦比亚大学化学工程/罗格斯大学金融工程双硕士，生物工程+金融复合背景，历任国海证券研究所医药行业分析师、高级分析师、首席分析师、所长助理，2021年加入民生证券研究院，深耕原料药、创新药产业链，聚焦医药新制造、真创新方向。

许睿，复旦大学药物化学硕士，2021年加入民生证券，主要覆盖原料药、化学药和生命科学产业链。

宋丽莹，助理研究员，复旦大学公共卫生硕士，2021年加入民生证券研究院，主要覆盖疫苗、血制品、中药板块。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，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所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。