

中药

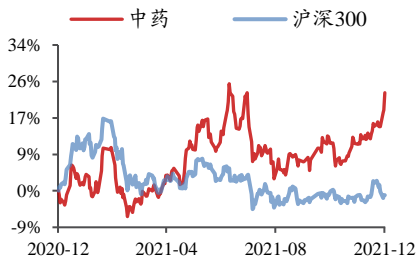
2021年12月22日

投资评级：看好（首次）

## 品牌中药 OTC：看好政策支持、业绩确定、估值性价比高的稳健赛道投资机会

——行业深度报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

古意涵（联系人）

guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790121020007

● **中药行业具备确定业绩增长以及估值性价比，首次覆盖，给予“看好”评级**  
**政策方面**，中药作为我国特色药品种类，一直受到国家政策支持；从已落地的中成药带量采购来看，集采价格预计不会出现断崖式下降，而是基于其成本，保证中药企业有一定的利润空间，且品牌中药 OTC 主要销售渠道在零售端而非公立医疗机构，具备较高的价格维护能力。**基本面方面**，大部分品牌中药 OTC 企业在过去几年保持收入 10%-20% 稳定增长，并且通过品类扩张、营销渠道改革等有望迎来第二增长曲线。**业绩方面**，2021 年较多品牌中药 OTC 企业制定股权激励计划，对核心员工激励充分，业绩增长确定性大。**估值方面**，根据万得一致预期，截至 2021 年 12 月 22 日，中药板块 2022E PE 为 33.7 倍，低于医药生物整体行业的 34.3 倍，具备估值性价比。整体来看，中药行业受政策支持，具备确定业绩增长以及估值性价比，首次覆盖，给予“看好”评级。

● **中成药行业经历前期快速增长后调整优化，逐步走向高质量发展**

中成药行业在经历前期快速增长后目前进入了调整优化期，但随着国家政策支持加大、行业政策及标准不断完善、2019 年后新产品获批加速，具备更高临床价值、更强安全性的中成药将淘汰行业中的不合格品类，优化行业产品结构，同时增强市场接受度和使用意愿，助推中成药行业长期的高质量发展。

● **管理层积极进取、产品推陈出新、营销提质增效下，较多公司迎来快速发展**

纵观大部分品牌中药 OTC 企业的发展历程，我们认为 6 个因素为促进品牌中药 OTC 发展的重要动力：管理层、原料、品类、品牌力、产能、渠道。管理层为品牌中药 OTC 企业发展的核心因素，近年来，云南白药混改成效显著，片仔癀推行“一核两翼”战略取得重大成效，同仁堂启动营销改革打造“4+2”经营模式，东阿阿胶快速推进数字化战略转型，寿仙谷推广片剂走向全国市场，济川药业合作天镜生物强化儿科优势领域，羚锐制药、建民集团、福瑞股份、华润三九则在 2021 年皆开展了股权激励，设置了积极的考核目标，体现对未来业绩增长的信心。品类是决定中药 OTC 企业未来发展的重要因素，近年来较多公司通过升级内生产品、开拓外延产品实现内生外延持续增长，取得明显成效。此外，较多公司经过前期快速发展后关注营销效率，整合渠道，实现提质增效，且大力拓展 OTC 端提升政策免疫能力、盈利能力。

● **推荐及受益标的**

综合考虑政策免疫性、估值性价比、业绩确定性，推荐标的：羚锐制药、天士力；受益标的：云南白药、片仔癀、东阿阿胶、同仁堂、健民集团、寿仙谷、华润三九、福瑞制药、济川药业（以上排名不分先后）。

● **风险提示**：政策波动风险，产品推广不及预期风险，营销整合不及预期风险。

## 目 录

1、 中药行业高质量发展，品牌中药 OTC 受益消费升级、政策支持成长空间大.....	4
1.1、 中成药占据中药行业主导地位，目前进入行业优化调整期，长期看有望获得高质量发展.....	4
1.2、 中药行业一直受国家支持，在政策的积极推动下有望加速渡过调整优化期.....	5
1.3、 品牌中药 OTC 由于政策免疫性较强，在消费升级下增长空间大.....	7
1.4、 中医药在新冠疫情防控中发挥重要作用，有助提升市场对其用药有效性、安全性的认知.....	11
2、 品牌中药 OTC： 积极关注基本面改善的相关企业.....	11
2.1、 品牌中药 OTC 发展重要因素： 管理层、原料、品类、品牌、产能、渠道.....	11
2.2、 积极进取的管理层： 品牌 OTC 最核心的发展因素.....	13
2.3、 品牌 OTC 皆具备较强品牌影响力.....	16
2.4、 原料供应： 核心产品最重要发展因素，稀缺性促成量价齐升.....	17
2.5、 内生产品升级，外延产品开拓： 未来企业发展新动力.....	20
2.6、 营销渠道： 多渠道布局助力终端上量，营销改革下实现提质增效.....	29
3、 推荐及受益标的.....	31
4、 风险提示.....	31

## 图表目录

图 1： 2010 年至今全国单月中成药产量（万吨）呈现波动上升趋势，2018 年开始回落.....	4
图 2： 公立医疗机构中成药销售额增速放缓（亿元）.....	4
图 3： 实体药店中成药销售额增速放缓（亿元）.....	4
图 4： 中药新药临床试验及上市申请呈现下降的趋势，但 2020 年有所回升.....	6
图 5： 中成药主要以内服、注射为主（单位：亿元）.....	7
图 6： 我国城镇居民人均医疗保健消费支出增速高于城镇居民人均可支配收入增速.....	8
图 7： 全国 22 个省市多次使用古代经典名方治疗新冠病毒肺炎.....	11
图 8： 品牌 OTC 发展的核心因素： 管理层、原料、品类、品牌、产能、渠道.....	12
图 9： 云南白药逐渐引入新华都、江苏鱼跃民营企业，民营控股占比提升.....	13
图 10： 片仔癀管理层采用“一核两翼”战略，迎来全新发展.....	14
图 11： 同仁堂于 2020 年上半年营销改革，打造“4+2”经营模式.....	15
图 12： 东阿阿胶快速推进数字化战略转型.....	15
图 13： 品牌 OTC 企业预收账款（百万元）呈现上升趋势.....	17
图 14： 品牌 OTC 对产品终端提价能力更强.....	17
图 15： 麝香价格基本呈现逐步提升趋势（万元/kg）.....	18
图 16： 片仔癀出厂价、零售价、出口价皆持续提升.....	18
图 17： 东阿阿胶阿胶片出厂价持续提升.....	19
图 18： 片仔癀系列产品实现量价齐升.....	19
图 19： 片仔癀建立养殖麝香的质量标准.....	20
图 20： 东阿阿胶在 4 个毛驴养殖基地进行养殖户培训.....	20
图 21： 云南白药通过 3 种方式逐步拓展业务.....	21
图 22： 化妆品子公司收入快速增长.....	22
图 23： 上海家化合作公司盈利能力快速提升.....	22
图 24： 东阿阿胶阿胶系列产品针对不同市场逐渐开发新产品.....	23
图 25： 壮骨麝香止痛膏进行精品替代提升单价.....	24

图 26: 2020 年壮骨麝香止痛膏销量约 7 亿贴 .....	24
图 27: 龙牡壮骨颗粒销售量自 2020 年实现快速增长 (单位: 万袋) .....	24
图 28: 龙牡壮骨颗粒在中国城市实体药店终端销售额快速增长 .....	24
图 29: 第三代灵芝孢子粉经过去壁处理溶于水沉淀少, 有效成分含量明显提升 .....	28
图 30: 品牌中药 OTC 企业通过多渠道助力终端上量 .....	30
表 1: 中药行业一直受到国家政策支持 .....	5
表 2: 主要品牌 OTC 企业皆上榜《中药大品种科技竞争力报告》(2019 版) .....	8
表 3: 中成药带量采购在省市级逐步展开 .....	9
表 4: 大多数纳入带量采购品种在公立医疗机构终端排名前列 .....	9
表 5: 品牌中药 OTC 主要销售渠道为零售药店 .....	10
表 6: 近年云南白药员工激励举措落地较多 .....	13
表 7: 羚锐制药、建民集团、福瑞股份在 2021 年皆开展了股权激励 .....	16
表 8: 2019 胡润品牌榜-医疗健康品牌中品牌中成药 OTC 排名前列 .....	16
表 9: 国家林业局仅批准 16 个品种可以使用天然麝香 .....	17
表 10: 片仔癀持续推进新药研发及申报 .....	21
表 11: 同仁堂通过持续研发进行品种扩张 .....	23
表 12: 体外培育牛黄所产药品集中于 2020 年获批 .....	25
表 13: 华润三九 CHC 业务板块持续升级产品、拓展品类 .....	26
表 14: 福瑞股份接连推出国产化设备满足不同主体需求 .....	27
表 15: 济川药业二线产品加大发力, 产品结构逐步优化 .....	27
表 16: 2021 年天士力公告 5 个产品获批上市 .....	28
表 17: 较多中药 OTC 开启营销改革, 实现提质增效, 销售费用率逐步下降 .....	30
表 18: 推荐及受益标的 .....	31

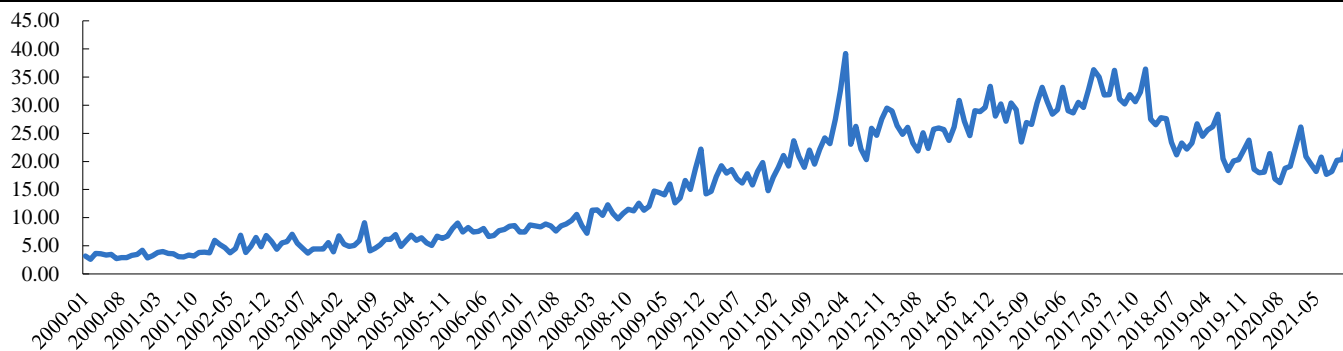
## 1、 中药行业高质量发展，品牌中药 OTC 受益消费升级、政策支持成长空间大

### 1.1、 中成药占据中药行业主导地位，目前进入行业优化调整期，长期看有望获得高质量发展

中药是我国人民在几千年生产实践中逐渐形成并发展的药品种类，主要用于预防、治疗疾病并具有康复与保健作用。根据国家发改委发布的《2017 年医药产业经济运行分析》，中药行业主要分为中药饮片加工、中成药生产 2 大行业，其中，中成药以 72.6% 的收入占比、82.2% 的利润占比占据中药行业主导地位。

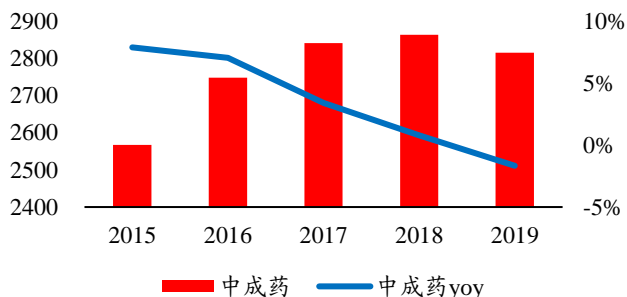
从产量来看，2010-2017 年中成药产量呈现波动上升趋势，在 2017 年达到最高产量 383.61 万吨，在国家医改政策推行下，2018 年开始回落，目前仍保持较高水平。从销售情况来看，公立医疗机构与实体药店合计中成药销售额增速逐渐放缓，主要由于中药注射剂销售额自 2017 年起由于限定适应症、部分限基层医疗机构使用、被重点监控等政策加速下降。结合产销情况来看，2014-2019 年产销皆呈现逐年增速放缓的趋势，且由于出现负增长，行业规模缩小。我们认为，中成药行业在经历前期快速增长后目前进入了调整优化期，但随着国家政策支持加大、行业政策及标准不断完善，具备更高临床价值、更强安全性的中成药将淘汰行业中的不合格品类，优化行业结构，同时增强市场接受度和使用意愿，助推中成药行业长期的高质量发展。

图1: 2010 年至今全国单月中成药产量 (万吨) 呈现波动上升趋势, 2018 年开始回落



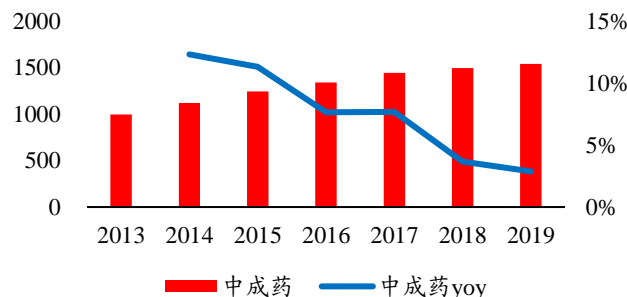
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图2: 公立医疗机构中成药销售额增速放缓 (亿元)



数据来源: 米内网、开源证券研究所

图3: 实体药店中成药销售额增速放缓 (亿元)



数据来源: 米内网、开源证券研究所

## 1.2、中药行业一直受国家支持，在政策的积极推动下有望加速渡过调整优化期

中药作为我国特色药品种类，一直受到国家政策支持。2015年接连发布了针对中药材、中医药健康服务的首个5年国家规划，提出至2020年基本完善中药材资源保护与监测体系，基本建立中医药健康服务体系的总体规划；2016年由国务院发布《中医药健康服务发展规划(2015-2020年)》，提出到2020年，人人基本享有中医药服务；2019年国务院发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》，提出至2022年，基本实现县办中医医疗机构全覆盖。

表1: 中药行业一直受到国家政策支持

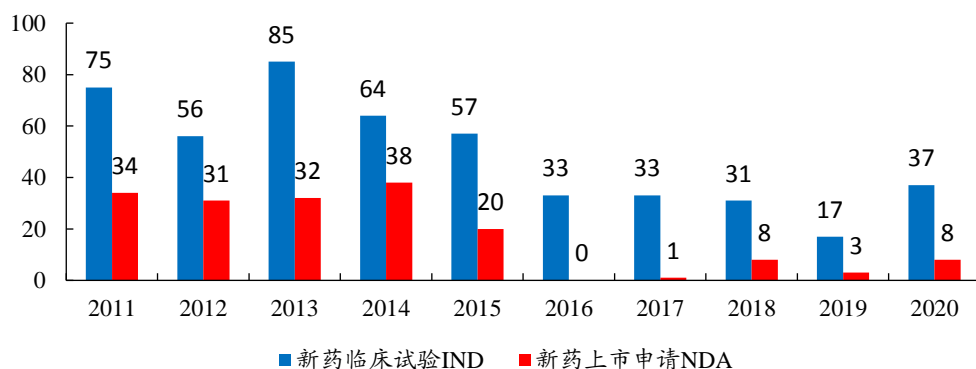
发布时间	发布部门	文件	要点
2015.4	国家中医药管理局等11个部门	《中药材保护和发展规划(2015-2020年)》	首次由11部委联合为中药材专门制定5年国家规划，力争到2020年， <b>中药材资源保护与监测体系基本完善</b> ，濒危中药材供需矛盾有效缓解，常用中药材生产稳步发展
2015.5	国务院办公厅	《中医药健康服务发展规划2015-2020年》	第一个中医药健康服务的国家级规划，力争到2020年， <b>基本建立中医药健康服务体系</b> ，大力发展推进中医养生保健服务、中医医疗服务、中医特色康复服务、中医药健康养老服务、中医药文化和健康旅游产业、中医药健康服务相关支撑产业、中医药服务贸易
2016.2	国务院	《中医药发展战略规划纲要(2016-2030年)》	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医医疗、保健、科研、教育、产业、文化各领域得到全面协调发展， <b>中医药标准化、信息化、产业化、现代化水平不断提高</b> 。到2030年，中医药治理体系和治理能力现代化水平显著提升，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强
2016.12	第十二届全国人民代表大会常务委员会通过	《中华人民共和国中医药法》	中医药法第一次从法律层面明确了中医药的重要地位、发展方针和扶持措施，为中医药事业发展提供了法律保障。中医药法针对中医药自身的特点， <b>改革完善了中医医师、诊所和中药等管理制度</b> ，有利于保持和发挥中医药特色和优势，促进中医药事业发展
2016.12	国家中医药管理局、国家发展和改革委员会	《中医药“一带一路”发展规划(2016-2020年)》	到2020年， <b>中医药“一带一路”全方位合作新格局基本形成</b> ，国内政策支持体系和国际协调机制逐步完善，以周边国家和重点国家为基础，与沿线国家合作建设30个中医药海外中心，颁布20项中医药国际标准，注册100种中药产品，建设50家中医药对外交流合作示范基地。
2017.12	国家中医药管理局	《关于推进中医药健康服务与互联网融合发展的指导意见》	深化 <b>中医医疗与互联网融合</b> 、发展中医养生保健互联网服务、推动中医药健康养老信息化、发掘中医药文化与健康旅游资源、促进中医药服务贸易信息交流、规范中医药健康大数据应用
2018.5	国家药品监督管理局	《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	内容依次涉及经典名方目录、简化审批的条件、申请人资质、物质基准的申报与发布、经典名方制剂的注册程序及管理要求、各相关方责任等，科学规范中药分类管理和经典明方的研发注册申请路线， <b>加大对传统中药经典的传承支持力度</b>
2019.10	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	是以中共中央和国务院名义发布的第一个中医药文件，到2022年， <b>基本实现县办中医医疗机构全覆盖</b> 。加快中医药循证医学中心建设，用3年左右时间，筛选50个中医治疗优势病种和100项适宜技术、100个疗效独特的中药品种，及时向社会发布。到2022年形成并推广50个左右中西医结合诊疗方案。建立综合医院、专科医院中西医会诊制度，将中医纳入多学科会诊体系。完善中医药价格和医保政策，分批遴选中医优势明显、治疗路径清晰、

发布时间	发布部门	文件	要点
2021.1	国务院办公厅	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	费用明确的病种实施按病种付费，合理确定付费标准。 优化中药审评审批管理、完善中药分类注册管理，完善分级定价政策，重点将功能疗效明显、患者广泛接受、特色优势突出、体现劳务价值、应用历史悠久的中医医疗服务项目纳入调价范围，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，一般中医药诊疗项目继续按项目付费

资料来源：国家药品监督管理局、中国政府网、开源证券研究所

虽然政府持续支持中药行业，但之前并未建立起完善的中药行业发展环境，导致近年来中药行业面临恶性循环的发展困境。从中药行业的研发、生产、销售环节出发，可以发现其循环的发展困境。在研发端，对比中药和化学药，由于化学药拥有一致性评价体系，在有效成分、作用机制、质量可控等方面较中药更明晰，中药长期在用药有效性、安全性方面受到质疑，导致中药企业研发意愿降低，中药新药临床试验从2011年的75件降到了2019年的17件，同时，国家并未建立起健全的中药注册、审批机制，导致研发出的中药新品较难通过审批，新药上市申请从2011年的34件下降至2019年的3件。在生产端，由于新药上市少，中药市场以长期销售的老药为主，老药的生产企业较多，竞争激烈，便产生了生产商通过降低药品质量减少成本，以此增加盈利的情况，2017年中成药在7类药品质量抽检中不合格药品为917批次，占比22%。在销售端，中药销售渠道较为缺乏，且由于中医医生远少于西医医生，2019年中医执业（助理）医师数占临床执业（助理）医师数比为21.7%，西医医生对中药不熟悉较少推荐中药治疗，导致中药销售规模扩大受阻。销售端的压力进一步降低了中药企业的研发意愿，较小的销售规模难以改变市场对中药的固有印象，由此，中药行业曾面临恶性循环的发展困境。

图4：中药新药临床试验及上市申请呈现下降的趋势，但2020年有所回升



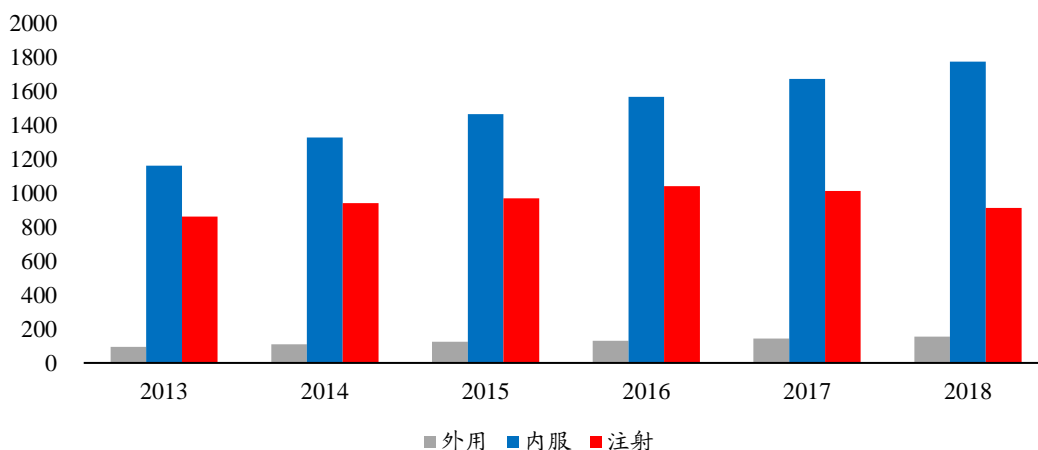
数据来源：国家药品监督管理局药品审评中心、开源证券研究所

2021年1月22日，国务院办公厅发布《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》（下称“通知”），该通知从评价体系、中药企业研发意愿、注册审批机制等掣肘中药行业发展的各环节皆进行了完善及优化，建立了有利中药行业发展的友好环境，中药行业有望加速渡过调整优化期。

### 1.3、品牌中药 OTC 由于政策免疫性较强，在消费升级下增长空间大

中成药按照使用方法分为外用、内服、注射中成药，以内服、注射为主（2018 年合计占比 95%），中药注射剂的销售额自 2017 年起由于限定适应症、部分限基层医疗机构使用、被重点监控等政策，呈现加速下降趋势，其下降幅度从 2017 年的 2.73% 扩大至 2019 年的 11.36%；内服中成药销售额呈现持续上升的趋势，其 2013-2018 CAGR 为 9%。

图5：中成药主要以内服、注射为主（单位：亿元）



数据来源：米内网、开源证券研究所

**在内服中成药中，大品种中成药拥有更好的发展前景。**以临床价值、科学价值为核心的科技创新驱动，成为推动中药产业高质量发展的核心关键。<sup>1</sup>近年来，国家越来越重视中药大品种的科技引领作用，选择了疗效确切、有良好市场开发前景、拥有自主知识产权的中药品种给予引导和重点支持。在重大新药创制、中药标准化、“973”、“863”、“科技支撑计划”、重大传染病等专项中，均有中药大品种相关技术提升、质量提高、临床评价等研究支持；在基础和应用基础等方面，国家自然科学基金项目中也涉及到中药大品种研究。

《中药大品种科技竞争力报告》（2019 版）（下称报告）基于模型，按照指标权重因子确定算法规则并计算各个中成药品种的“科技因子”，较客观地反映出产品在科技方面的综合竞争力。报告结果显示，在 2019 版中药大品种科技因子（全品类）排名中，主要 OTC 品牌皆榜上有名，其中，片仔癀排名第 5，东阿阿胶的阿胶、复方阿胶浆分别排名第 17、22，云南白药排名第 25，同仁堂的安宫牛黄丸排名第 89。此外，从各产品的治疗领域来看，品牌 OTC 产品科技竞争力在所属领域名列前茅，例如，片仔癀为清热解毒类治疗领域的第 1 名，云南白药为骨骼肌肉系统治疗领域的第 2 名，阿胶、复方阿胶浆分别为补益类治疗领域的第 2、3 名。

<sup>1</sup> 李耿，郭宇博，李文姗，李森，周瑞，王欢欢等 11 位作者，中药大品种科技竞争力报告(2019 版) 概要，《中国现代中药》2020 年 1 月第 22 卷第 1 期

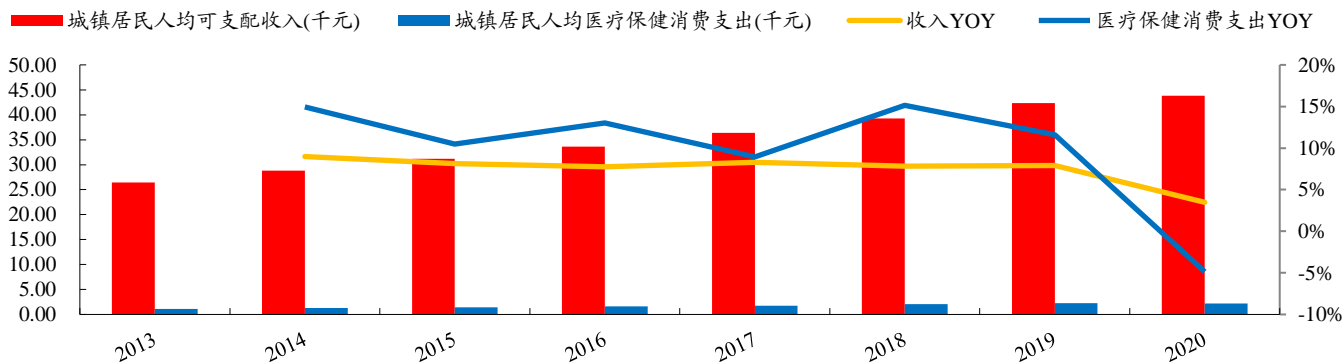
表2: 主要品牌 OTC 企业皆上榜《中药大品种科技竞争力报告》(2019 版)

排名	产品名称	生产企业	科技因子
5	片仔癀	漳州片仔癀药业股份有限公司	72.82
17	阿胶	东阿阿胶股份有限公司	51.87
22	复方阿胶浆	东阿阿胶股份有限公司	47.35
25	云南白药	云南白药集团股份有限公司	46.91
89	安宫牛黄丸	北京同仁堂科技发展股份有限公司制 药厂	29.32

资料来源:《中药大品种科技竞争力报告》(2019 版)、开源证券研究所

受益消费升级, 医疗保健需求较快增长, 品牌 OTC 需求具备持续增长趋势。随着我国城镇居民人均可支配收入不断提升, 实现消费升级, 且城镇居民人均医疗保健消费支出增速高于收入增速(2020 年疫情导致医疗保健消费支出下降), 表明人民对医疗保健的消费需求呈现较快增长的趋势。品牌 OTC 为药品中最具备消费属性的品类, 例如阿胶、片仔癀等除了药用外, 常作为礼品被大众购买, 在消费升级、医疗保健需求较快增长的发展趋势下, 品牌 OTC 的需求有望持续增长。

图6: 我国城镇居民人均医疗保健消费支出增速高于城镇居民人均可支配收入增速



数据来源: Wind、开源证券研究所

品牌中药 OTC 拥有较高价格维护能力, 已集采品种降价幅度较小。随着第五批带量采购落地, 148 家药企的 251 个产品获拟中选资格, 拟中选药品平均降价 56%, 最高降价 98.3%, 对药品的价格产生较大冲击。国家医保局于 2020 年 11 月在《关于落实中成药扶持政策的提案》中表示将指导和推进地方针对中成药等药品开展药品集采探索, 预计未来中成药会逐渐被纳入带量采购。在中成药集采范围方面, 国家医保局在对十三届全国人大四次会议第 4126 号建议的答复中提到: 中成药集中采购基本遵循“探索对适应症或功能主治相似的不同通用名药品合并开展集中带量采购”, “坚持质量优先, 以临床需求为导向, 从价高量大的品种入手”。

从目前已经落地的省市级中成药集采情况来看, 大多数入围/中标带量采购的品种在公立医疗机构体系的销售额排名前列。2019 年公立医疗机构呼吸系统疾病中成药内服 TOP20 品牌中, 9 个产品被纳入带量采购, 2020 年销售额超过 10 亿的 10 个



心脑血管产品中（不考虑注射剂），5个产品被纳入，2020年妇科疾病销售额排名前5的产品中，2个被纳入。此外我们还发现，纳入带量采购的品种主要考虑销售额，对于是否为独家产品并无较大区分。从降价幅度来看，中成药降价幅度相对化学药明显减小，以2020年6月浙江金华市的中成药集采为例，药品平均降价幅度为23%左右，明显小于基本超过50%的化学药集采降价幅度。

**表3: 中成药带量采购在省市级逐步展开**

时间	地区	具体省市	入围/中标品种数量	价格平均降幅	通用名
2020年6月	浙江金华	浙江金华	39	23%	<b>注射:</b> 参麦、灯盏花素 <b>非注射:</b> 安神补脑液、保胎灵片、复方丹参片、复方海蛇胶囊、复方鱼腥草合剂、寒喘祖帕颗粒、护肝片、精制狗皮膏、抗病毒口服液、六味地黄丸、强力枇杷露、清开灵颗粒（无糖型）、热淋清颗粒（无糖型）、生脉饮党参方（低糖型）、舒筋活血胶囊、天一止咳糖浆、通滞苏润江胶囊、胃复春片、小儿咳喘灵颗粒、鸦胆子油软胶囊、银黄颗粒（无糖型）、银杏叶片、扎冲十三味丸（人工麝香）、康复新液、珍黄胶囊人工牛黄、振源片、祖卡木颗粒
2020年6月	青海省	青海省	9		<b>注射:</b> 痰热清、血栓通、血塞通、丹参多酚酸盐、肾康、喜炎平 <b>非注射:</b> 血塞通（颗粒/胶囊/软胶囊/滴丸/分散片）、生血宝颗粒（合剂）
2020年7月	辽宁省	辽宁省	7		<b>非注射:</b> 气血康口服液、云南白药痔疮膏、首荟通便胶囊、小儿柴芩清解颗粒、关节镇痛巴布膏、消痔软膏、普罗雌烯乳膏
2020年8月	河南省	河南省	4		<b>注射:</b> 天麻素、七叶皂苷钠、葛根素、川穹嗪 <b>非注射:</b> 清开灵、醒脑静、生脉、血塞通/血栓通、舒血宁、鸦胆子油、益母草、艾迪、参附、参芪扶正、热毒宁、肾康、疏血通、痰热清、喜炎平
2021年9月	广东省	广东、山西、河南、海南、宁夏、青海、新疆	58		<b>非注射:</b> 清开灵、金莲花、抗病毒、蓝芩、橘红痰咳、小儿咳、小儿肺、生血宝、百令金水、生脉、裸花紫珠、复方丹参、脑心清、血塞通/血栓通、脉血康、银杏叶/银杏酮酯、大活络、康复新、小金、鸦胆子油、益母草、保妇康、复方血栓通、活血止痛、大林红景、灯盏生脉、肺力咳、康莱特、莲花清瘟、脑栓通、尿毒清、麝香保心、肾康、疏风解毒、四磨汤、松龄血脉、苏黄止咳、胃苏、乌灵、仙灵骨葆、小儿消积咳
2021年9月	湖北省	湖北、河北、山西等19个省市	76		<b>注射:</b> 血塞通、血栓通、参麦、舒血宁、灯盏花素、丹参、生脉 <b>非注射:</b> 百令、至灵、金水宝、血塞通、银杏叶、康复新、活血止痛、小金、血府逐瘀、银杏酮酯、杏灵、益心舒、双黄连、肾衰宁

资料来源：各省市医保局、米内网、赛柏蓝微信公众号、开源证券研究所

**表4: 大多数纳入带量采购品种在公立医疗机构终端排名前列**

呼吸系统疾病中成药内服 TOP20 品牌				
产品名称	企业简称	2019年销售额（亿元）	排名	是否独家
苏黄止咳胶囊	扬子江北京海燕药业	19.14	2	独家
肺力咳合剂	贵州建兴药业	14.63	3	独家

**呼吸系统疾病中成药内服 TOP20 品牌**

产品名称	企业简称	2019 年销售额 (亿元)	排名	是否独家
莲花清瘟颗粒	北京以岭药业	7.38	4	独家
强力枇杷露	哈尔滨康隆药业	6.43	6	
疏风解毒胶囊	安徽济人药业	4.02	8	独家
清开灵颗粒	哈尔滨一洲制药	3.69	10	
祖卡木颗粒	新疆维吾尔药业	3.03	11	
肺力咳胶囊	贵州建兴药业	2.09	14	独家
金莲花颗粒	承德天原药业	1.98	17	独家

**2020 年销售额超过 10 亿的心脑血管疾病产品**

产品名称	市场份额	排名	是否独家
复方丹参滴丸	3.4%	3	
脑心通胶囊	3.2%	6	独家
麝香保心丸	2.6%	10	
银杏叶片	1.6%	18	
血塞通软胶囊	1.4%	20	

**2020 年妇科疾病产品 TOP**

产品名称	2020 年市场份额	排名	是否独家
保妇康栓	3.88%	1	独家
滋肾育胎丸	2.64%	4	独家

数据来源：米内网、开源证券研究所

注：以上数据皆为中国公立医疗机构终端

从销售渠道来看，品牌中药 OTC 主要销售渠道为零售药店。线下零售药店(含 O2O 业态)为 OTC 的主要销售渠道，金额占比 55%，医疗渠道(含医院和第三终端)在 OTC 的销售渠道中占比 36%；线上 B2C 占比达到 9%。根据米内网数据，零售药店主要中成药则以品牌 OTC 为主。

由此我们认为，中成药集中采购首先在价格上预计不会出现断崖式下降，而是基于其成本，在保证中药企业一定利润空间下下降，其次就集采范围来看，品牌中药 OTC 由于较少品种进入医保目录、更具备消费属性，主要销售渠道在零售端而非公立医疗机构，预计纳入带量采购的可能性小。由此品牌中药 OTC 具备一定集采避险属性，具备较高的价格维护能力。

**表5：品牌中药 OTC 主要销售渠道为零售药店**

2019 年中国城市零售药店终端中成药品牌 TOP10			
排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)
1	阿胶	东阿阿胶	39.31
2	感冒灵颗粒	华润三九医药	22.05
3	阿胶	山东福牌阿胶	15.75
4	京都念慈庵蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈总厂	15.32
5	健胃消食片	江中药业	13.73
6	舒筋健腰丸	白云山陈李济药厂	11.91
7	藿香正气口服液	太极集团涪陵制药厂	11.23
8	复方阿胶浆	东阿阿胶	10.99

**2019年中国城市零售药店终端中成药品牌 TOP10**

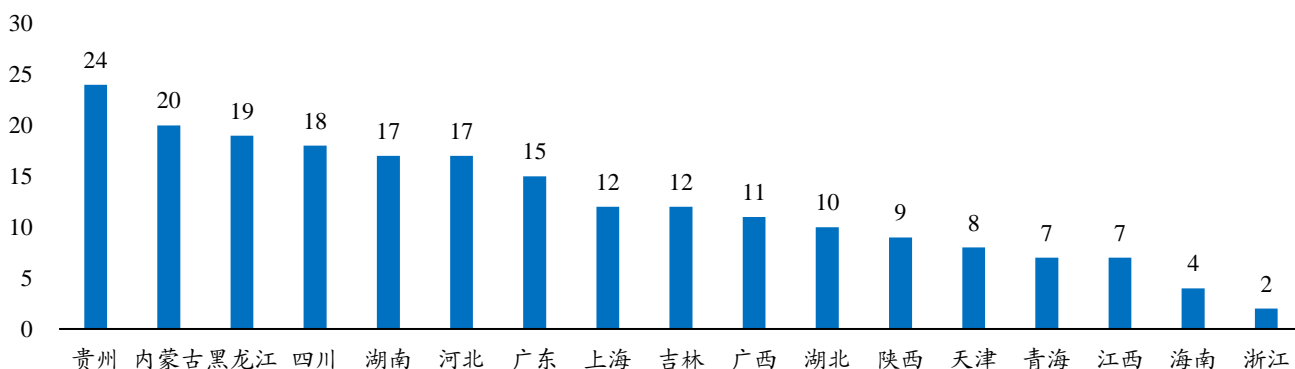
9	安宫牛黄丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	10.28
10	急支糖浆	太极集团涪陵制药厂	9.64

数据来源：米内网、开源证券研究所

## 1.4、中医药在新冠疫情防控中发挥重要作用，有助提升市场对其用药有效性、安全性的认知

**中医药在新冠肺炎疫情防控中发挥了重要作用：**2020年9月8日，在全国抗击新冠肺炎疫情表彰大会上，习近平总书记为天津中医药大学校长张伯礼颁发“人民英雄”国家荣誉称号，整个中医药系统73名个人、11个集体受表彰。截至2020年3月23日，全国中医药参与救治的COVID-19确诊病例共74187例，占比91.5%，其中湖北省有61449人使用中医药，占比90.6%，中医药总有效率达90%以上，云南省中医药治疗率达96.6%，总有效率达98.2%。<sup>2</sup>此外，中药治疗在方舱医院成为了主力军，患者覆盖率达到95%，经过中医药治疗的轻症普通型患者没有一个转为重症，重症患者在中医药的辅助治疗下解决了西医治疗下产生的血氧饱和度波动、人机对抗、炎症反应加重的问题，且方舱医院实现医护人员零感染<sup>3</sup>。由此，中药治疗在抗疫全程发挥了重要作用。

**中成药及古代经典名方在新冠肺炎治疗中被广泛认可，有助提升市场对其用药有效性、安全性的认知。**根据国家及26个省市发布的关于COVID-19中医药诊疗方案，241种中成药被推荐，其中藿香正气胶囊（丸、水、口服液、颗粒、软胶囊）、连花清瘟胶囊（颗粒）使用频次最高，分别达到96次、50次。国家级各省卫健委、中医药管局也发布多个中医药防治方案，明确推荐多个古代经典名方用于新冠病毒肺炎的治疗，截至2020年3月15日，全国22个省市使用古代经典名方，其中使用较多的城市分别为：贵州（24个）、内蒙古（20个）、黑龙江（19个）、四川（18个）、河北（17个）、湖南（17个）、广东（15个）、上海（12个）、吉林（12个）、广西（11个）、湖北（10个）、陕西（9个）、天津（8个）、青海（7个）、江西（7个）、海南（4个）、浙江（2个）。

**图7：全国22个省市多次使用古代经典名方治疗新冠病毒肺炎**


数据来源：米内网、开源证券研究所

## 2、品牌中药 OTC：积极关注基本面改善的相关企业

### 2.1、品牌中药 OTC 发展重要因素：管理层、原料、品类、品牌、产能、

<sup>2</sup> 吴清华、邱雪、曾铁鑫、黄林芳、廖婉、裴瑾，《新型冠状病毒肺炎疫情影响下中药资源的重点品种分析及合理配置》，中国实验方剂学杂志第26卷第19期

<sup>3</sup> 学习时报，《中医药在新冠肺炎疫情防控中发挥了哪些作用》

## 渠道

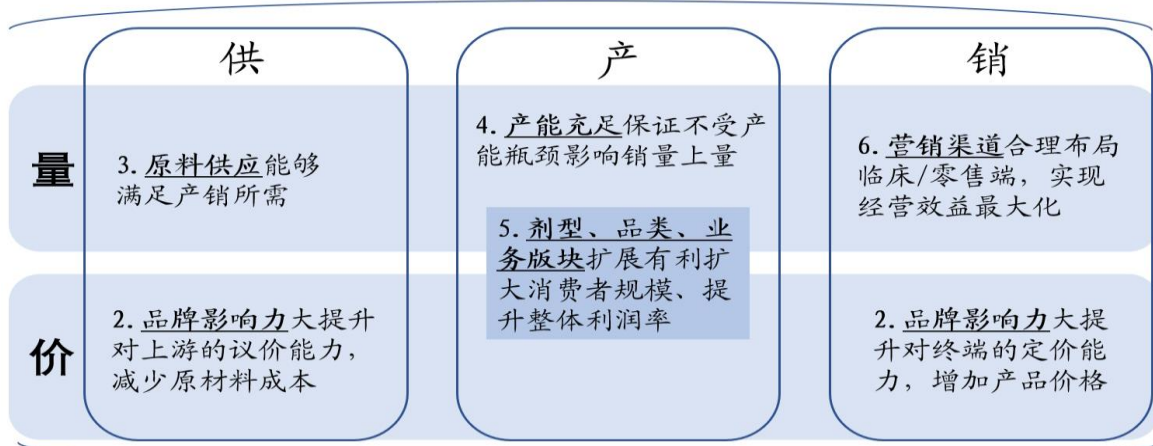
纵观大部分品牌中药 OTC 企业的发展历程，我们认为 6 个因素为促进品牌中药 OTC 发展的重要动力：**管理层、原料、品类、品牌力、产能、渠道**。其中，我们认为最重要的发展因素为管理层，品牌中药 OTC 企业于发展初期大多为国企，在全球医药行业需求升级、技术革新、新赛道不断涌现的现状下，品牌中药 OTC 企业不仅需要拥有前瞻性的研判和分析能力，还需要灵活快速应对市场变化，由此兼具以上 2 方面能力的品牌中药 OTC 企业才能在时代长河中维持长远的发展，而兼备该 2 方面能力需要品牌中药 OTC 企业不断改革其体制机制，以顺应市场变化。作为企业战略发展的制定者，管理层是企业改革的关键所在，由此，积极进取的管理层把握了企业未来较长时间内的**发展主旋律**，影响品牌中药 OTC 企业采购、生产、销售等各个运作环节，是品牌中药 OTC 长远发展中最重要的影响因素。

在供、产、销 3 大环节中，品牌、原料、产能、品类、渠道等 5 个因素从量、价 2 方面推动企业业绩提升。**品牌影响力**主要影响价格，对上游体现在议价能力提升，从而减少原材料成本，对下游体现在定价能力提升从而增加产品销售价格，由此提升产品毛利率。**原料供应**决定其产量、销量以及未来的增长，对于具备原料稀缺性的品牌中药 OTC，例如片仔癀、东阿阿胶等，原料供应为决定其发展的核心因素。**产能**影响的是企业短期内的销量，在原料充足的情况下，产能不足可能导致短期增长暂缓，但长期来看能够通过建设新厂房解决产能瓶颈，并不是制约企业长期发展的核心因素。**品类、业务板块拓展**是品牌中药 OTC 在发展主业的基础上，根据市场需求变化趋势为企业注入的新发展动力，具备较大发展潜能的新业务可能成为未来企业的重要支柱业务。**渠道布局**在目前集采常态化的现状下重要性逐步凸显，公司应根据其产品的特性合理布局临床端及零售端，权衡量价对业绩的贡献力度，以达到经营效率和效益的最大化。

总的来看，**管理层把握着品牌中药 OTC 长远发展的命脉，是最重要的影响因素**；原料供应决定了原料稀缺性企业核心产品的未来发展空间；**品类、业务扩张是品牌中药 OTC 顺应时代获得新发展的核心因素**，也体现着管理层的战略研判能力；**品牌影响力综合提升盈利能力**；**产能影响短期业绩**；**渠道布局重要性逐步凸显**，合理布局临床端及零售端助力经营效率和效益的最大化。

图8：品牌 OTC 发展的核心因素：管理层、原料、品类、品牌、产能、渠道

### 1. 积极进取的管理层全方位提升盈利能力、运营效率



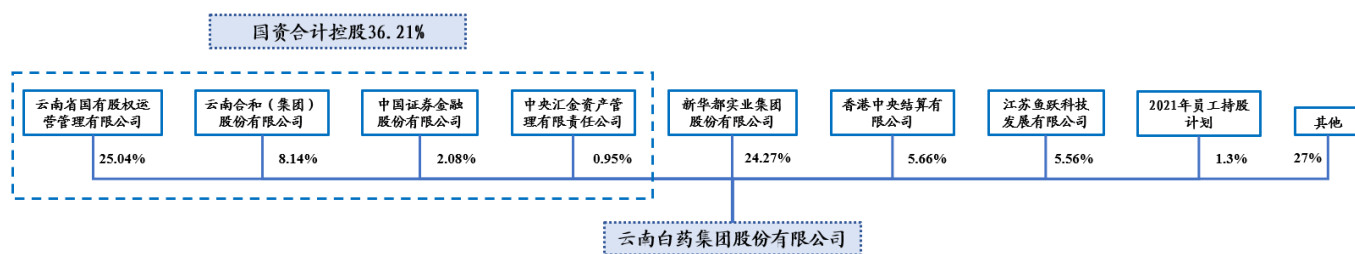
资料来源：各公司公告、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 2.2、积极进取的管理层：品牌 OTC 最核心的发展因素

**案例一：云南白药混改成效显著。**自 2016 年底新华都以 254 亿元入股白药控股后，公司开启改革，管理机制逐渐市场化，并在 2017 年 6 月引入江苏鱼跃作为白药控股战投，彰显管理层改革决心。公司于 2017 年 11 月调整高管薪酬，建立管理层与股东利益紧密结合的长效考核与激励机制；于 2019 年 2 月吸收合并白药控股，整合优势资源、缩减管理层级、提高运营效率，提升了公司整体核心竞争力。**在员工激励方面**，公司于 2019 年 10 月发布员工持股计划，于 2020 年 3 月继续回购股份用于员工激励，于 2020 年 4 月对董事、高管、中管、核心技术/业务骨干发布股票期权激励计划。于 2021 年 3 月发布 2021 年度员工持股计划。从以上情况来看，公司混改成效显著，管理层通过数次激励吸引优秀人才，不断提升员工积极性，助推业绩提升。

图9：云南白药逐渐引入新华都、江苏鱼跃民营企业，民营控股占比提升



资料来源：云南白药公司公告、开源证券研究所

表6：近年云南白药员工激励举措落地较多

时间	员工激励类型	激励对象	激励内容	业绩考核指标
	员工持股计划	不超过 485 人（包括公司董事、监事及高级管理人员 13 人）	持股计划股票 3,301,001 股，占总股本 0.26%，购买股票价格为 37.07 元/股，锁定期为 12 个月	无
2019.10.12	激励基金	专职董事及监事、高级管理人员及党群系统管理人员（不含独立董事），核心业务和技术骨干，有重大贡献的其他员工	激励基金 = (公司当年净利润-上年净利润) × 15%；分配占比：董监事和经营层高管（70%），其他人员及核心骨干（30%）	业绩完成率 < 90%，取消；90%-100%酌情考虑计提；≥ 100%予以计提
2020.04.17	股票期权激励	公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干（含控股子公司相关人员）；首批授予激励对象 670 人	授予股票期权 2,000 万份，占总股本的 1.57%；首批授予 1686.96 万份，预留部分授予公司首席执行官 120 万份（已完成）	2021-2022 年净资产收益率不低于 10.5%、11%，且每年年度现金分红比例不低于 40%
2021.03.27	2021 年度员工持股计划	公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员以及公司及控股子公司员工，共 1312 人	持股计划股票 16,699,997 股，占公司总股本比例 1.31%，购买股票价格为 70.19 元/股（已于 2021 年 6 月 30 日过户）	无

资料来源：云南白药公司公告、开源证券研究所

**案例二：片仔癀自 2014 年选举新董事会以来，开始实施“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。在医药制造业方面，进行营销改革，聚焦提升终端销量，于 2015 年在国内开展“片仔癀体验馆”销售模式，主要用于销售公司的系列产品，目前该模式全国布局超过 200 家，此外，公司在海外采用总经销制积极开拓“一带一路”沿线国家市场，并积极探索海外开展“片仔癀旗舰店”。在日化品业务方面，2015 年公司与上海家化合作成立公司，公司持股 51%，整合双方优质资源，在 2017 年进驻互联网电商渠道，其合作公司于 2019 年上半年实现扭亏为赢，逐渐贡献利润。在化妆品业务方面，公司在 2020 年 4 月筹划化妆品子公司分拆上市，发挥资本市场优化资源配置的作用，进一步提升片仔癀化妆品的核心竞争力。由此，片仔癀管理层拥有前瞻性的战略眼光，拓展新业务至日化、化妆品领域，并实现了该 2 方面业务的较快增长，使之逐渐成为公司发展的支柱业务。**

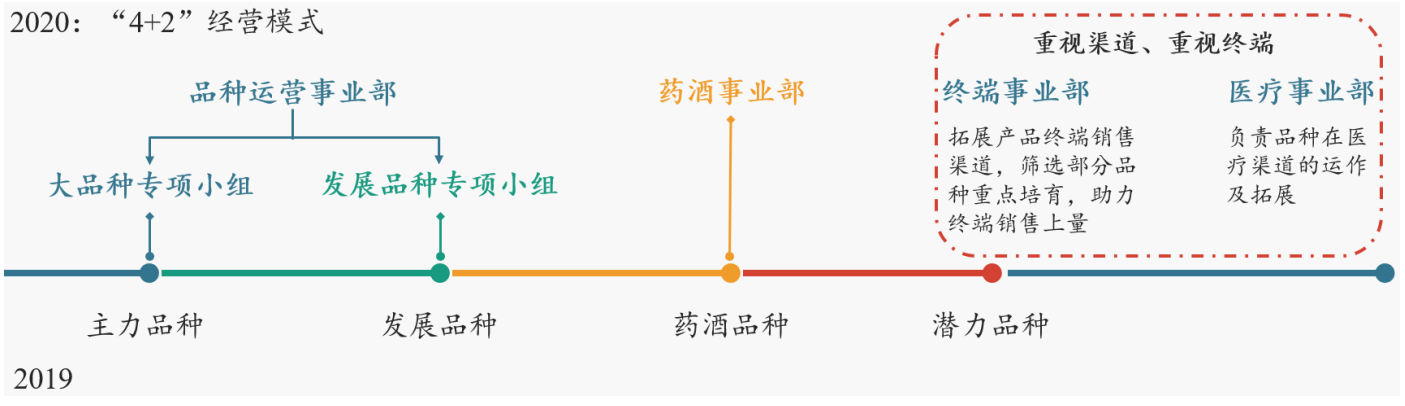
图10：片仔癀管理层采用“一核两翼”战略，迎来全新发展



资料来源：片仔癀年报、开源证券研究所

**案例三：同仁堂于 2020 年上半年启动营销模式改革，打造“4+2”经营模式。**公司新设大品种和发展品种 2 个专项小组，重新规划营销重点；新设终端事业部梳理经营渠道，遴选重点品种布局区域市场，突出“(外部)平台+(自有)平台”控销优势，同时充分利用自有零售终端，进行差异化、精准化、个性化营销；新设医疗事业部紧密跟进医疗政策，持续关注参与医疗领域的品种情况。同时，公司积极拓展线上平台，在线上家庭药房 APP 开展各类主题营销活动。由此，公司管理层积极改革营销模式，稳步拓展传统经销商、自有零售终端及互联网市场。

图11: 同仁堂于2020年上半年营销改革, 打造“4+2”经营模式



资料来源: 同仁堂年报、开源证券研究所

**案例四: 东阿阿胶快速推进数字化战略转型。**公司于2019年推出数字化转型, 在营销方面, 将移动互联网作为基础设施, 嫁接线下优势资源, 让线上线下相互融合赋能, 提升供应链运作效率, 且公司提供数字化营销工具包赋能合作伙伴; 在生产制造方面, 通过对生产制造流程进行系统化、智能化、社会化提升, 加强与供应链前后端的紧密衔接; 在运营方面, 组织员工参与数字化运营, 建立健全社会化创客平台。

图12: 东阿阿胶快速推进数字化战略转型

## 东阿阿胶: 数字赋能, “一路向C”

“数字经济是全球未来发展的方向。”近年来, 中医药老字号企业东阿阿胶股份有限公司(以下简称“东阿阿胶”)通过一揽子的措施加速推进数字化转型, 引领企业供给侧改革。随着中医药步入政策红利释放期以及传统滋补品线上销量持续走高, 数字化赋能的东阿阿胶在延续其品牌影响力的同时也迎来更大的发展机遇。

**一切经营围绕消费者展开**

数字化的生活方式倒逼商业模式发生深刻变革, 产品到达顾客的方式以及顾客的反向定制方式都发生革命性的变化。

于变局中开新局, 基于已有的硬件基础, 东阿阿胶着力在软件上做文章: 着眼数字经济, 把互联网作为基础设施, 综合运用5G、物联网、人工智能等技术, 打通原料、生产、营销全链条, 线上线下相互融合, 使产品和服务更好抵达消费者。

这为“一路向C”, 即一切经营围绕消费者展开, 不断为消费者创造价值, 为供给侧改革奠定基础, 着眼于为顾客

提供个性化的产品和服务, 东阿阿胶还通过“创客空间”、“研生活”新零售平台、美妆健康、“工厂直达顾客”个性化定制项目等4个平台多维度穿插撬动消费需求, 提升产品销量。

数字化的题中应有之义还在于产品的销售过程同时也是数据积累的过程, 不断丰富数据又成为寻找产品创新和销量增长的突破口。未来, 东阿阿胶还计划推出工厂反向定制, 顾客收到的每一盒产品都有自己的声音和二维码。这就是属于互联网时代的有温度的、个性化的产品。

**数字化推动业态升级**

将更多精力转移到关注顾客本身, 需要一线终端有需求、总部服务有支撑。

着力构建“小总部, 大业务”的服务体系, 东阿阿胶整合利用公司原有的信息技术平台、网络电商平台、自媒体平台等资源, 打造面向顾客、面向员工、面向社会的平台体系, 打破公司内部层级管理结构, 构建起支撑数字化转型的长效运行机制和中医药大健康服务开放性的生态体系, 提升了阿胶产业

整体竞争力和发展空间。通过组织体系调整, 成立“数字化转型加速器”, 组建“内容俱乐部”等方式, 加快企业数据治理体系建设。

为顾客创造价值的同时, 东阿阿胶的产业效率和效益也发生喜人的变化。今年前11个月, 成本下降30%, 效率和效益提高50%。在京东购物平台, “618”和“双11”分别获得药品行业品牌和单品销量第一名, 在天猫销量也跻身前三。

改变也正发生在每一位工人身上。在生产产品的同时, 员工还生产内容, 做抖音、直播、微博, 向消费者传播企业的理念、价值、产品和服务, 从产业工人转变为数字化时代的新型工人。

**打造生态化“平台型”企业**

数字化转型带给东阿阿胶的不仅是变革的商业模式和向好的销售业绩, 还有发生在工厂车间的前沿技术突破。今年, 东阿阿胶股类中药全流程协调智能制造新模式项目通过工信部验收, 获得国家相关补贴1200万元, 企业还因此荣获山东省智能制造

标杆企业称号。

可以说, 东阿阿胶在加快产品创新数字化、推进用户服务敏捷化、装备技术升级及利用互联网+大数据方面都有了新的突破, 新技术、新理念、新模式的运用也大大提高了企业的运营能力、服务顾客能力和产品创新能力, 开辟了更大的市场空间, 给传统企业转型升级树立了“标杆”。

着眼未来发展, 东阿阿胶将不再是一个封闭工厂, 不再是4000余名员工、700多亩土地的“孤岛”, 而是突破了思想藩篱, 跨越了物理界限的生态链接枢纽, 用东阿阿胶的品牌去链接中华大地上优秀的经营理念, 先进的产品概念、生动活跃的商业模式, 释放东阿阿胶的品牌生产力。

浩渺行无极, 扬帆但信风。一个数字化的新东阿阿胶已在路上。

东阿阿胶把增长注入组织的每一个基因

内容平台 行商俱乐部 01

数字平台 智能制造 02

营销技术平台 数字营销加速器 03

大数据营销运营体系 04

营销品牌思维的升级 数字化转型

资料来源: 人民日报

**案例五: 济川药业合作天境生物丰富产品线、强化儿科优势领域。**2021年11月10日, 公司与天境生物达成战略合作协议, 公司可进行天境生物长效重组人生长激素伊坦生长激素(TJ101)的开发、生产及商业化, 为全国独家代理。此次合作下,

公司将进一步加强产品线的丰富程度，充分发挥儿科治疗领域的优势培育新的业绩增长点，有望提升公司的整体盈利能力和儿科治疗领域的行业地位。

**案例六：羚锐制药、建民集团、福瑞股份、华润三九在 2021 年皆开展了股权激励，羚锐制药和福瑞股份同时开展了员工持股计划，4 家公司皆设置了积极的考核目标，股权激励下，不仅能够充分调动公司管理层、技术人员和销售人员的积极性，此外，较高的业绩增速目标也体现出公司对于未来业绩增长的信心。**

**表7：羚锐制药、建民集团、福瑞股份在 2021 年皆开展了股权激励**

	激励计划	发布日期	考核目标
羚锐制药	2021 年限制性股票激励计划（草案）/ 2021 年员工持股计划	2021/6/24	2021-2023 年扣非净利润增速分别为 20%/20%/15% （扣除股权激励相关费用口径）
建民集团	2021 年限制性股票激励计划（草案）	2021/2/9	2021-2023 年归母净利润增速分别为 20%/20%/20% （扣除健民大鹏投资收益口径）
福瑞股份	控股子公司员工股权激励	2021/2/4	-
福瑞股份	2021 年员工持股计划（草案）	2021/4/28	2021-2023 年自 2021 年的累积年度扣非净利润分别为 1/2.5/5 亿元 （扣除各期股份支付口径）
华润三九	2021 年限制性股票激励计划（草案）	2021/12/2	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；2022- 2024 年归母扣非净利润年复合增长率皆不低于 10.0%，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 转率分别不低于 0.69/0.70/0.72

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

注：华润三九考核目标中对标企业共 15 家，包含云南白药、同仁堂、复星医药、白云山、中国医药、中国生物医药等企业，不低于 75 分位水平即前三名

### 2.3、品牌 OTC 皆具备较强品牌影响力

胡润品牌榜作为见证中国市场经济发展轨迹的“风向标”之一，被认为是中国商业社会发展的“透视镜”。《汇桔网·2019 胡润品牌榜》中，200 强最具价值中国品牌上榜。在该品牌榜的医疗健康品牌中，云南白药、片仔癀、同仁堂、东阿阿胶分别以 255 亿元、145 亿元、110 亿元、70 亿元品牌价值位居前 5，由此可见品牌中成药 OTC 的品牌影响力非同一般。

**表8：2019 胡润品牌榜-医疗健康品牌中品牌中成药 OTC 排名前列**

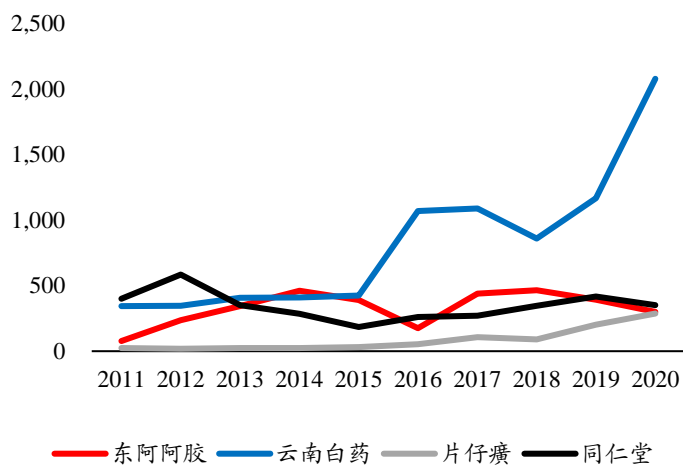
排名	品牌	品牌价值（亿元）
1	云南白药	255
2	片仔癀	145
3	同仁堂	110
4	汤臣倍健	75
5	东阿阿胶	70
6	微医	60
7	三九	60
8	丽珠	40
9	修正	40

数据来源：《汇桔网·2019 胡润品牌榜》、开源证券研究所



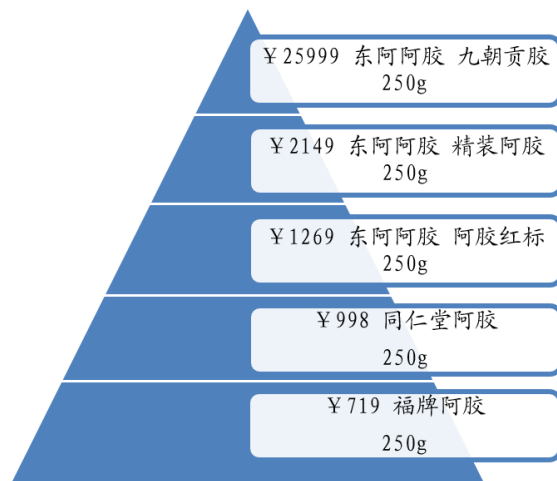
较大品牌影响力可以提升公司对渠道的议价能力以及对产品终端的提价能力。在渠道方面，品牌 OTC 受益于其品牌影响力，其产品在渠道端常出现供不应求的情况，导致渠道商预先订货锁定产品份额，从而不断增加品牌 OTC 的预收账款（云南白药 2020 年预收账款大幅增加预计与药品、健康品 2 个板块的预收货款增加有关）。在产品终端，由于消费者已形成固有的品牌认知，再加上品牌 OTC 产品定位以价格敏感性较低的高端消费者为主，其价格较其他公司同通用名的产品价格更高，从而提升盈利能力。以非独家产品的阿胶为例，东阿阿胶的阿胶价格较其他厂家的相同产品更高。

图13: 品牌 OTC 企业预收账款(百万元)呈现上升趋势



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图14: 品牌 OTC 对产品终端提价能力更强



数据来源: 米内网、天猫、开源证券研究所

### 2.4、原料供应: 核心产品最重要发展因素, 稀缺性促成量价齐升

品牌 OTC 的核心产品大多具备量价齐升的特性, 价格提升主要源于其原料稀缺。片仔癀、同仁堂的安宫牛黄丸主要原料为天然麝香, 麝香由雄麝的鼠蹊部的香腺囊分泌而成。因历史上的过度利用及栖息地丧失等原因, 麝类动物已极度濒危, 被列为我国一级保护动物<sup>4</sup>, 目前国家配给的天然麝香数量相对固定, 国家林业局至今仅批准了片仔癀、安宫牛黄丸等 16 个品种可以使用天然麝香。

表9: 国家林业局仅批准 16 个品种可以使用天然麝香

公告	获批品种生产企业	获批品种名称
2005 年第 3 号	漳州片仔癀	片仔癀
	北京同仁堂	安宫牛黄丸
	上海、苏州雷允上	六神丸
2005 年第 5 号	厦门中药厂	八宝丹
	无锡山禾药业	醒脑静注射液
2013 年第 6 号	福州麝珠明眼药	麝珠明目滴眼液
	天津中新药业	安宫牛黄丸
2014 年第 1 号	成都永康制药	小金丸
	山西广誉远	安宫牛黄丸、牛黄清心丸
2015 年第 8 号	九寨沟天然药业	小金丸、五味麝香丸、万应锭、西黄丸、牛黄醒消

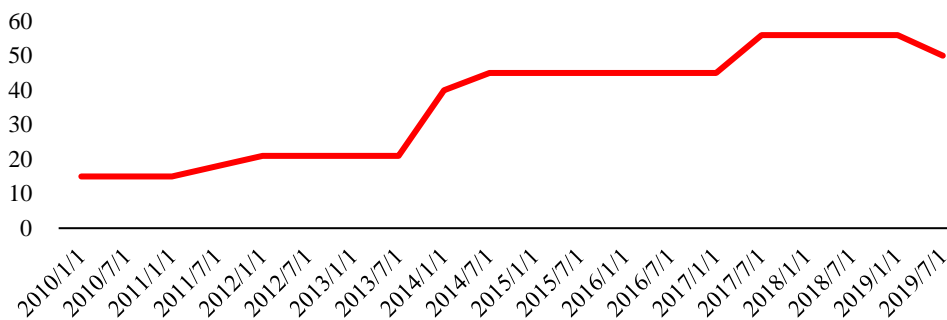
<sup>4</sup> 《圈养林麝麝香分泌时间节律及影响因素》, 《兽类学报》第 40 卷第 5 期

公告	获批品种生产企业	获批品种名称
2016 年第 13 号	北京同仁堂	同仁牛黄清心丸、局方至宝丸
	山西广誉远	西黄丸
	龙晖药业	安宫牛黄丸、西黄丸
	南京同仁堂	安宫牛黄丸、牛黄清心丸
		丸、大活络丸、麝香壮骨膏、壮骨麝香止痛膏

资料来源：国家林业和草原局政府网、CNKI、开源证券研究所

注：2014 年前获批品种使用天然麝香，2014 年及以后获批品种使用人工繁育麝类所获天然麝香

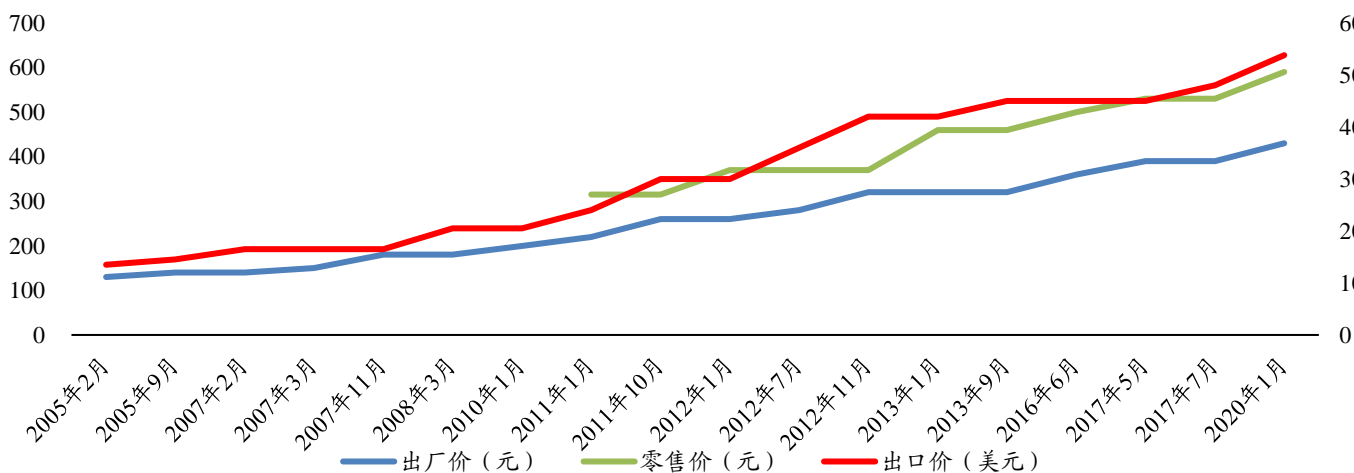
图15：麝香价格基本呈现逐步提升趋势（万元/kg）



数据来源：康美中药网、开源证券研究所

在其核心原料价格持续上升的现状下，品牌 OTC 不断提升产品价格。片仔癀出厂价自 2005 年至 2020 年共提价 12 次，从 130 元提升至 430 元，累计提价幅度为 231%，其出口价同期从 13.5 美元提升至 53.8 美元，累计提价幅度为 299%，零售价则从 2011 年的 315 元提升至 2020 年的 590 元，累计提价幅度为 87%。东阿阿胶的阿胶块出厂价自 2010 年来共提价 13 次，且每次提价幅度较高，其中 2 次的提价幅度超过 50%，由此阿胶块出厂价在 2010-2020 年内累计提价幅度超过 800%。

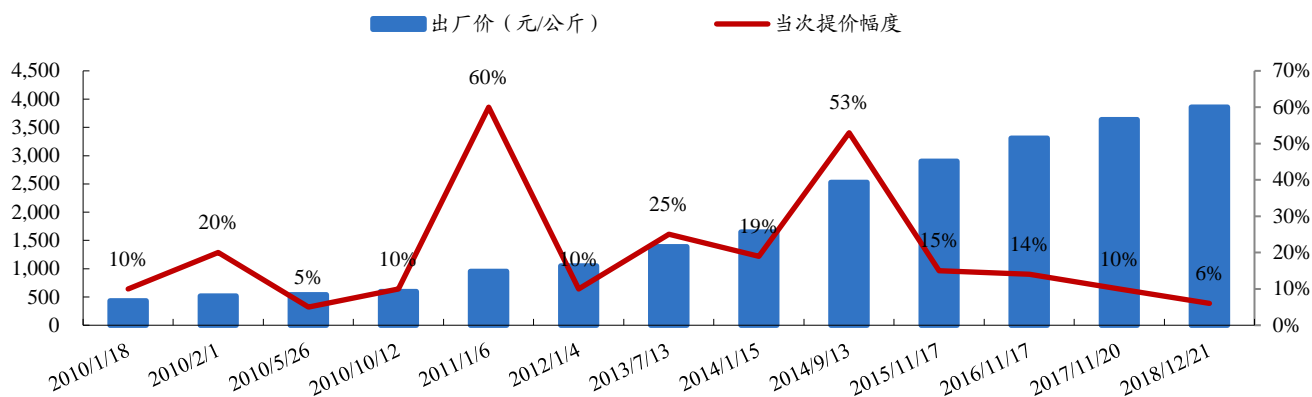
图16：片仔癀出厂价、零售价、出口价皆持续提升



数据来源：片仔癀公司公告、开源证券研究所

注：出厂价、零售价为左纵坐标轴，出口价为右纵坐标轴

图17: 东阿阿胶阿胶片出厂价持续提升

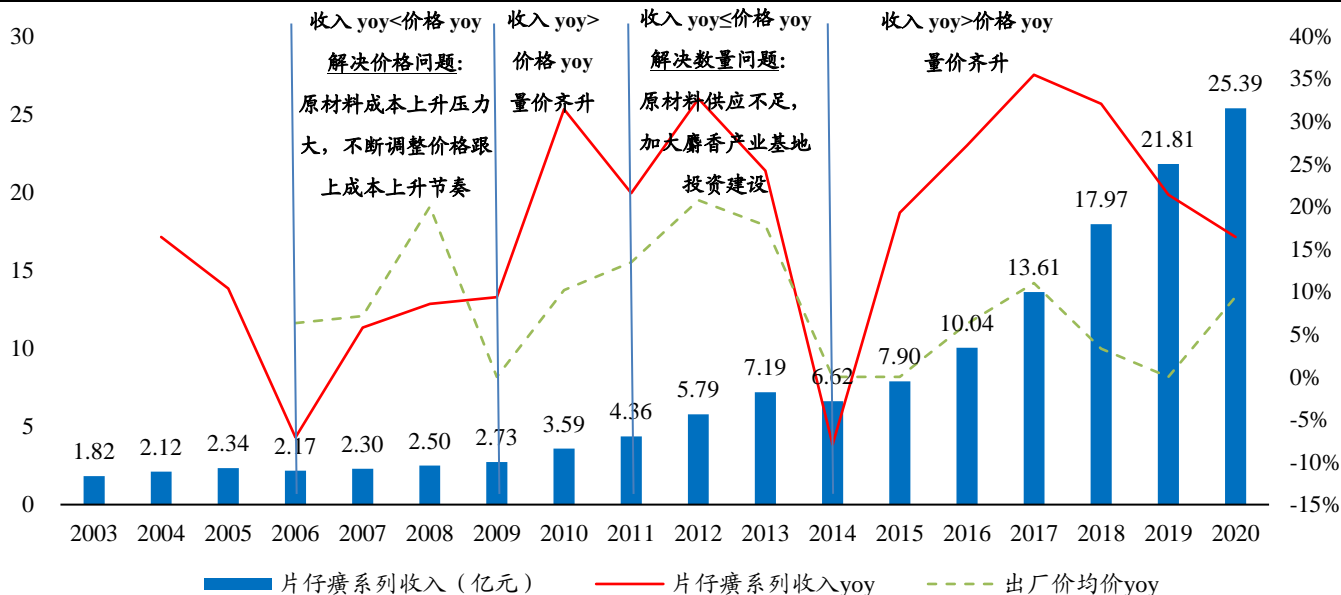


数据来源: 东阿阿胶公司公告、开源证券研究所

注: 提价情况从2010年开始统计, 不考虑2010年前的提价情况

在价格提升的前提下, 需求端对价格敏感性较低是实现量的提升的主要原因。以片仔癀为例, 公司在2009年前逐渐调整价格以跟上原材料成本上升节奏, 自2009年实现量价齐升; 随着量的增加, 公司开始着手解决原材料供给少的问题, 在2012年加大麝香产业基地投资建设, 至2013年底与公司签约的农户林麝存栏数超过2000头, 由此有效缓解了原材料供应瓶颈, 并从2014-2020年持续保持量价齐升的发展态势。

图18: 片仔癀系列产品实现量价齐升



数据来源: 片仔癀公司公告、开源证券研究所

注: 假设价格在涨价下月初直接达到涨价价格, 均价为每年12个月的价格平均

从片仔癀的发展历程中可以发现, 原材料供给量是实现企业销售额增长的重要因素, 由此, 品牌OTC企业皆致力扩大其原材料供应资源, 甚至推动原材料生产企业发展。片仔癀推出“公司+基地+养殖户+科研”的林麝人工养殖产业模式, 不断扩

大林麝人工养殖规模，提升原材料数量上限，截至 2019 年底，与陕西麝业合作的县区由最初的 1 个发展到 7 个，签订紧密合作协议的公司达 1 家，公司拥有或控制的林麝及麝香资源约占当地的 60%。此外，片仔癀牵头申报的“林麝驯养繁殖技术标准化及养殖麝香基地建设”项目在 2019 年 7 月完成，建立了养殖麝香的质量标准，推动林麝养殖走上规范化、科学化、产业化的道路。**东阿阿胶**建立了两个百万头毛驴基地，创新规模化养殖合作模式，实现了毛驴养殖从育肥模式向繁育育肥一体化的转型升级，持续推动全国毛驴繁育增量。**同仁堂**拥有多家药材种植基地，每年为公司提供近 15%的原材料，为日常生产所需原材料提供保障。

图19: 片仔癀建立养殖麝香的质量标准



资料来源: 片仔癀《2019 年社会责任报告》

图20: 东阿阿胶在 4 个毛驴养殖基地进行养殖户培训

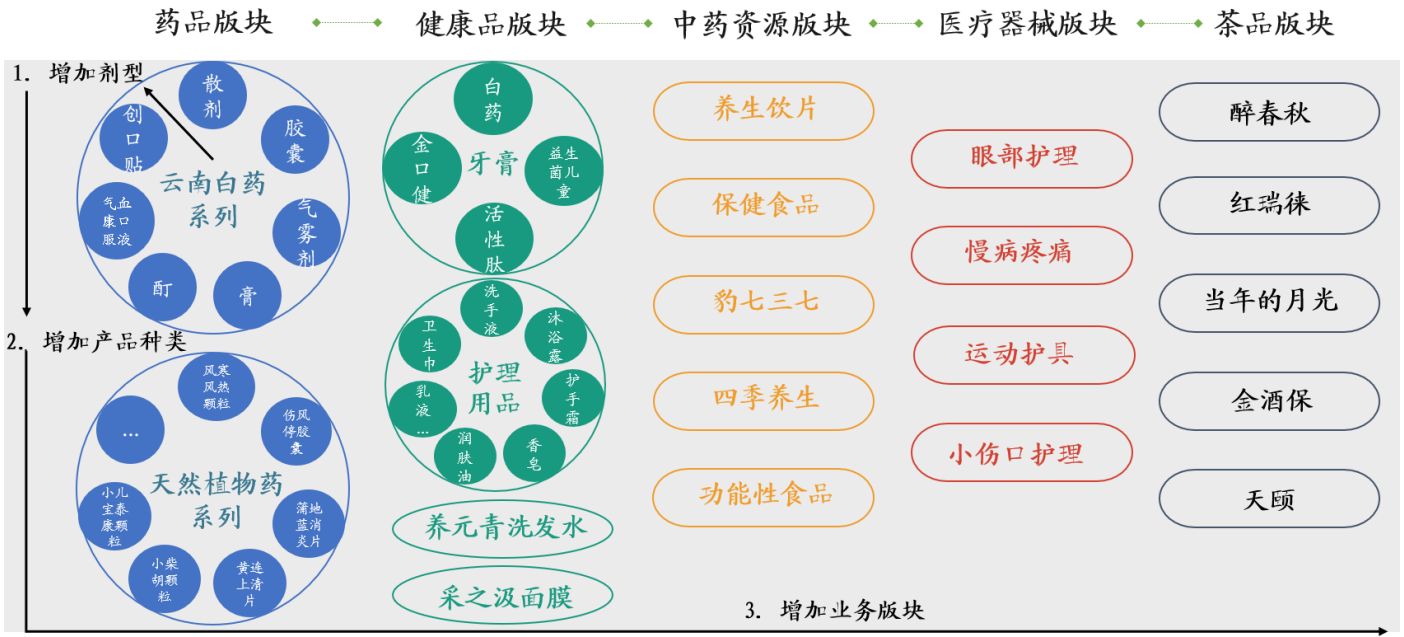


资料来源: 东阿阿胶《2019 年度社会责任报告》

## 2.5、内生产品升级，外延产品开拓：未来企业发展新动力

云南白药主要通过 3 种方式扩展业务：**(1) 增加产品剂型、系列**；**(2) 增加其他产品种类**；**(3) 增加药品外的业务板块**。在增加产品剂型、系列方面，公司推出核心云南白药系列药品的多种剂型，包括气雾剂、创口贴、膏剂、散剂、胶囊等，牙膏产品也不断推陈出新，2018 年儿童系列、活性肽牙膏新品上市。在增加产品种类方面，由于云南为全国植物种类最多的省份，公司于文山、丽江、武定等地建立了战略药材的种植繁育基地，在药品板块发展云南白药系列产品的基础上，推出天然植物药系列。在扩展业务板块方面，公司开拓健康产品版块，于 2015 年推出云南白药牙膏，并在 2019 年 5 月市场份额达到 20.1%，国内市占率第一，还推出养元青洗护系列、采之汲美肤系列产品进一步完善健康产品梯队建设，此外，公司还开展了中药资源、医疗器械、茶品业务，不断拓宽其业务版块布局，以期获得未来新发展。

图21: 云南白药通过3种方式逐步拓展业务



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

片仔癀围绕主业，加速研发新药，目前已经初步形成特色中成药、经典名方、化药创新药、高质量仿制药等新药产品研发管线布局，且公司研发新药围绕肝、胆领域，能够与核心产品片仔癀产品协同，加大公司肝胆领域的优势。此外，片仔癀于2020年9月推出安宫牛黄丸，零售价798元/丸（3g规格），凭借公司品牌以及原料优势，有望成为公司另一大单品。

表10: 片仔癀持续推进新药研发及申报

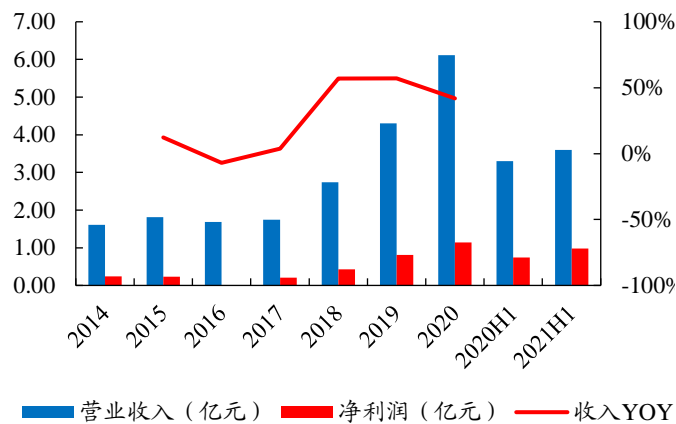
类别	产品	适应症	最新进展
化药1类新药	PZH2111	晚期实体瘤/肝脏胆管细胞肿瘤	I+II 期进行中
	PZH2108	癌性疼痛	获批临床
	LDS 片 (PZH2107)	纤维肌痛	获批临床
中药新药	PZH1204	广泛性焦虑症	已进入临床研究阶段
	PZH1201	肠易激综合征	
	PZH1203	骨关节炎	

资料来源: 米内网、片仔癀公司公告、开源证券研究所

片仔癀“两翼”业务已逐步成为未来发展中坚力量。公司两翼业务以牙膏产品、化妆品为主。在牙膏方面，2015年公司与上海家化合作成立公司，公司持股51%，整合双方优质资源，牙膏产品坚持“清热解暑”定位，不断推陈出新，其合作公司于2019年上半年实现扭亏为赢，盈利能力快速提升。在化妆品方面，其化妆品子公司自2002年成立，建立“3+3+1”新产品线（三大高端+新三国大众+特色特殊护理），产品覆盖护肤品、清洁洗护等系列，满足不同消费者需求，在2018-2020年收入保持40%以上的增长；公司在2020年4月筹划化妆品子公司分拆上市，发挥资本市场优

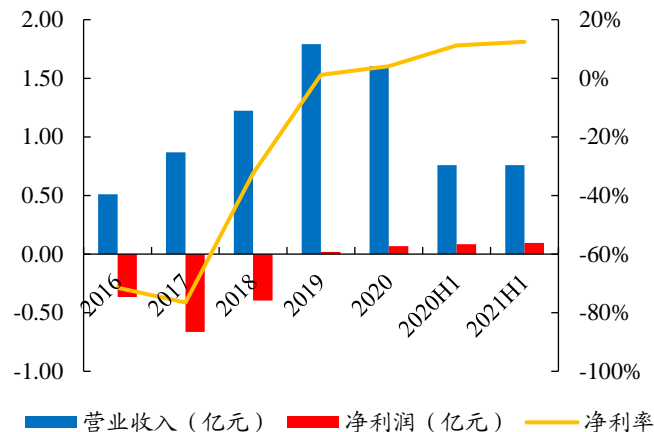
化资源配置的作用，进一步提升片仔癀化妆品的核心竞争力。由此，公司化妆品、日化产品版块逐步成为公司业绩增长的中坚力量，预计能够为公司后续发展带来强大推动力。

图22: 化妆子公司收入快速增长



数据来源：片仔癀公司公告、开源证券研究所

图23: 上海家化合作公司盈利能力快速提升



数据来源：片仔癀公司公告、开源证券研究所

**东阿阿胶针对不同市场逐渐开发阿胶系列新产品。**公司核心产品包括东阿阿胶（阿胶片）、复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕，其中，东阿阿胶已成为 OTC 最大规模单品，复方阿胶浆为公司中药独家品种，桃花姬阿胶糕主打高端女性及礼品市场。在打造核心产品的基础上，公司不断开发其他阿胶产品，于 2019 年推出“真颜”品牌系列产品，针对女性美容市场，目前已有真颜小分子阿胶、阿胶红参饮等产品，于 2020 年在低温真空连续干燥技术的突破下推出“阿胶粉”，提升了产品使用的方便性。此外，公司还有其他战略储备产品 40 余种。由此，公司通过不断开发针对不同市场的核心产品剂型，增加市场覆盖面，提升核心产品竞争力。

**图24: 东阿阿胶阿胶系列产品针对不同市场逐渐开发新产品**

	<p>东阿阿胶</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•OTC最大规模单品，被誉为滋补养生第一品牌</li> </ul>
	<p>复方阿胶浆</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•源于明代经典名方“两仪膏”，中药独家品种，气血双补，41年品质保障</li> </ul>
	<p>桃花姬阿胶糕</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•优选道地原材料，产品包装采用中国风设计，瞄准高端女性和有礼品需求的人群</li> </ul>
	<p>“真颜”品牌系列产品</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•结合阿胶养颜功能，瞄准女性美容市场，实践“内外兼修”健康理念。目前已有真颜小分子阿胶、阿胶红参饮等产品。</li> </ul>
	<p>东阿阿胶牌“阿胶粉”</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•2020年上市新品，即冲即饮，方便时尚，增强免疫力</li> </ul>

资料来源：东阿阿胶公司公告、开源证券研究所

同仁堂拥有 800 余个药品品规，常年生产的中成药超过 400 个品规，涵盖内科、外科、妇科、儿科等类别，产品储备丰富。公司主要通过创新产品储备、原有品种二次研发进行品种扩张。

**表11: 同仁堂通过持续研发进行品种扩张**

研发项目（含一致性评价项目）	药（产）品名称	注册分类	是否处方药	是否属于中药保护品种（如涉及）	研发（注册）所处阶段	研发投入金额	情况说明
中药丸剂智能制造关键技术与应用研究	同仁牛黄清心丸	中药	是	否	上市后研究	3,285.14	-
安宫牛黄丸治疗急性缺血性脑卒中的临床研究	安宫牛黄丸	中药	是	否	上市后研究	1,918.89	2020年新启动的研发项目
贞芪益肾颗粒大生产工艺验证及IV期临床研究	贞芪益肾颗粒	中药6.1类	是	否	IV期临床研究	1,084.67	-
巴戟天寡糖胶囊治疗抑郁中焦虑和失眠的药效学研究	巴戟天寡糖胶囊	中药5类	是	否	上市后研究	640.72	2020年新启动的研发项目
同仁乌鸡白凤丸治疗痛风的药理学效学研究	同仁乌鸡白凤丸	中药	否	否	上市后研究	509.53	2020年新启动的研发项目

资料来源：同仁堂 2020 年年报、开源证券研究所

羚锐制药通过对原有产品升级，增量提价。羚锐制药销量第一的产品为壮骨麝香止痛膏，近年来销量在7亿贴/年左右，较为平稳，但由于定价不高，渠道推广动力也较为有限。公司对原产品进行了升级，将衬布升级为延展性、透气性更好的材质，终端售价也从原来的0.3-0.5元/贴提高至约2-3元/贴，毛利率和单贴毛利额也有所提升，升级后的产品销量占比稳步增加。

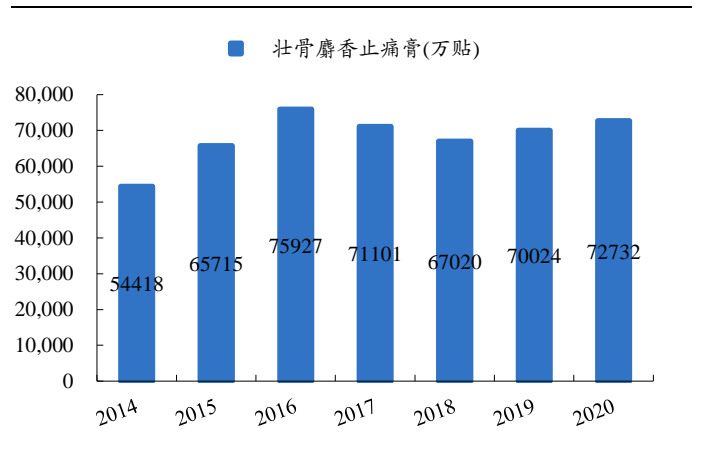
此外，羚锐制药逐步恢复生产部分品种，增加基层医疗品种供给。2019年口服药事业部集中开展了三黄片、咳宁胶囊、青石颗粒等多个品种的恢复生产申报工作。2020年北京药物研究院联合口服药事业部开展5个仿制药科研立项和自研外用制剂的研究，生物药业完成阿昔洛韦乳膏、酮康唑乳膏、林可霉素利多卡因凝胶、联克利甘乳膏4个药品再注册工作。公司产能充足，恢复生产品种有望较快投入生产、投放市场，贡献增量。

图25：壮骨麝香止痛膏进行精品替代提升单价



资料来源：天猫平台羚锐官方旗舰店

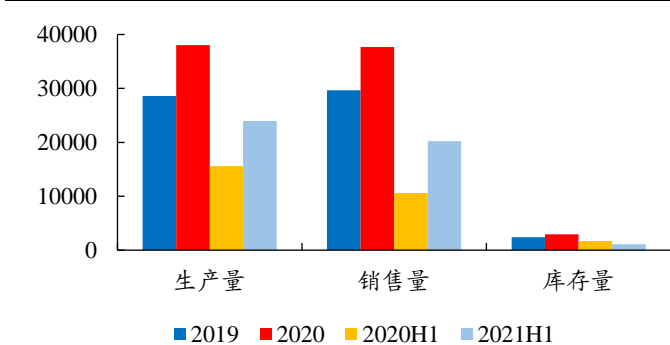
图26：2020年壮骨麝香止痛膏销量约7亿贴



数据来源：羚锐制药公司公告、开源证券研究所

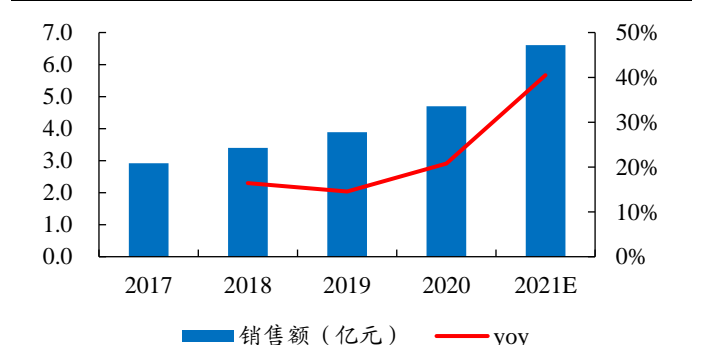
健民集团独家龙牡壮骨颗粒升级换代，实现量价齐升。2019年10月，健民集团新一代龙牡壮骨颗粒全新上市，采用全新密闭动态提取技术，打造“新技术、冲水少、口感好”的品牌新形象。公司大力开展营销，线上线下齐头并进。从结果端看，公司产品升级与营销成效显著，2020年龙牡壮骨颗粒收入增长75%，量价拆分来看（不考虑单袋规格），单袋价格同比增长38%，销量增长27%，实现量价齐升，2021H1销量同比增长90%，延续高速增长。

图27：龙牡壮骨颗粒销售量自2020年实现快速增长（单位：万袋）



数据来源：健民集团公司公告、开源证券研究所

图28：龙牡壮骨颗粒在中国城市实体药店终端销售额快速增长



数据来源：米内网、健民集团公司公告、开源证券研究所



健民集团独家体外培育牛黄所产药品于2020年大量获批，体外培育牛黄随药品陆续生产有望迎来放量。体外培育牛黄为公司参股企业健民大鹏的独家产品，2005年武汉大鹏药业（拥有体外培育牛黄专利）与健民集团重组成立健民大鹏，健民大鹏经过多年培育，陆续解决了体外培育牛黄使用范围、质量标准等一系列技术及政策难题，目前已形成了覆盖生产技术、工艺、设备、外观等各领域的专利池，成功实现工业化。根据在药智网的不完全统计，目前成分包含体外培育牛黄的药品超过170种，主要产品为安宫牛黄丸、大活络丸、西黄丸、牛黄清心丸（局方）等，且药品集中在2020年获批，随着药品逐步生产，体外培育牛黄有望迎来快速放量。此外，药智网显示，健民大鹏目前有49个药品获批，获批日期集中于2020年9月，包含体外培育牛黄、牛黄痔清栓2个独家药品，体外培育牛黄申请中药保护品种复审于2021年10月25日得到国家药监局受理。由此，在体外培育牛黄所产药品以及自产药品陆续投产下，健民大鹏有望驶入发展快车道。

**表12：体外培育牛黄所产药品集中于2020年获批**

生产厂家	批准文号	批准日期	生产厂家	批准文号	批准日期
吉林菲诺制药	国药准字 Z22024990	2016/8/15	通化中盛药业	国药准字 Z22020258	2016/9/8
国药集团冯了性（佛山）药业	国药准字 Z44023071	2019/7/9	广州白云山中一药业	国药准字 Z44020047	2019/8/27
广州白云山陈李济药厂	国药准字 Z44021352	2019/9/25	九芝堂	国药准字 Z43020955	2020/2/20
吉林金宝药业	国药准字 Z22021114	2019/12/25	吉林省正辉煌药业	国药准字 Z22023630	2020/2/29
吉林一正药业	国药准字 Z22022602	2020/2/24	吉林济邦药业	国药准字 Z22020339	2020/3/21
吉林省正辉煌药业	国药准字 Z22023666	2020/2/29	吉林国药制药	国药准字 Z22021776	2020/4/10
葫芦岛国帝药业	国药准字 Z21020336	2020/4/14	呼伦贝尔松鹿制药	国药准字 Z15021017	2020/4/10
吉林市鹿王制药	国药准字 Z22023069	2020/4/16	葫芦岛国帝药业	国药准字 Z21020335	2020/4/14
吉林鑫辉药业	国药准字 Z22024613	2020/4/19	吉林教东集团金海发药业	国药准字 Z20053032	2020/4/14
广东华天宝	国药准字 Z44023548	2020/4/29	通药制药集团	国药准字 Z22023385	2020/4/22
吉林省通化博祥药业	国药准字 Z20043911	2020/5/12	黑龙江参鸽药业	国药准字 Z23021898	2020/4/23
长春新安药业	国药准字 Z22024284	2020/5/25	吉林省华侨药业	国药准字 Z22024055	2020/4/27
吉林省银河制药	国药准字 Z22024926	2020/6/5	吉林省抚松制药	国药准字 Z22024299	2020/4/28
莎普爱思强身	国药准字 Z22021832	2020/6/19	吉林市双士药业	国药准字 Z20053485	2020/4/28
国药集团中联药业	国药准字 Z42020821	2020/6/29	吉林省通化博祥药业	国药准字 Z20043904	2020/5/12
山东宏济堂制药	国药准字 Z37020145	2020/7/15	大连美罗中药厂	国药准字 Z21021882	2020/5/12
江西药都樟树制药	国药准字 Z36021745	2020/7/16	吉林省银河制药	国药准字 Z22024916	2020/5/13
太极集团重庆桐君阁药厂	国药准字 Z50020186	2020/8/27	长春新安药业	国药准字 Z22024344	2020/5/28
吉林九鑫制药	国药准字 Z22026256	2020/11/16	吉林省力胜制药	国药准字 Z22024557	2020/6/1
吉林黄栀花药业	国药准字 Z22025638	2021/4/30	沈阳清官药业	国药准字 Z21021274	2020/6/4
武汉健民大鹏	国药准字 Z20063879	2021/5/7	龙晖药业	国药准字 Z22021253	2020/6/22
天津天力士（辽宁）	国药准字 Z21021222	2018/10/24	葵花药业集团（佳木斯）	国药准字 Z23021310	2020/7/27
吉林恒金药业	国药准字 Z22024462	2018/12/29	辽宁汉草堂中药	国药准字 Z21021982	2020/9/21
吉林金宝药业	国药准字 Z22020843	2019/12/25	吉林黄栀花药业	国药准字 Z22025677	2020/12/31
浙江天一堂药业	国药准字 Z19993389	2020/1/6	武汉健民大鹏药业	国药准字 Z20063878	2021/5/7
山东宏济堂制药	国药准字 Z37020186	2020/1/21	通化中盛药业	国药准字 Z22020255	2016/9/8
吉林一正药业	国药准字 Z22023186	2020/2/24	山东宏济堂	国药准字 Z37020218	2020/2/3
通化金恺威药业	国药准字 Z22021473	2020/3/23	广东华天宝药业	国药准字 Z44021543	2020/2/11

生产厂家	批准文号	批准日期	生产厂家	批准文号	批准日期
比智高药业	国药准字 Z22025603	2020/3/23	吉林敖东集团金海发药业	国药准字 Z22025508	2020/4/14
吉林济邦药业	国药准字 Z22020225	2020/4/10	通药制药	国药准字 Z20043616	2020/4/26
长春人民药业	国药准字 Z22020782	2020/4/25	大连美罗中药厂	国药准字 Z21021050	2020/5/12
通化金马药业	国药准字 Z22023534	2020/4/26	吉林一正药业	国药准字 Z22023180	2020/5/28
吉林省华侨药业	国药准字 Z22024107	2020/4/27	山西省吕梁中药厂	国药准字 Z14021800	2020/8/6
大连美罗中药厂	国药准字 Z21020986	2020/5/12	哈药集团世一堂	国药准字 Z23020203	2020/8/12
北京同仁堂科技	国药准字 Z11020073	2020/5/27	吉林市鹿王制药	国药准字 Z22023438	2020/12/21
吉林市双士药业	国药准字 Z20053464	2020/6/2	九寨沟天然药业	国药准字 Z51021028	2020/8/5
呼伦贝尔松鹿制药	国药准字 Z15021738	2020/6/17	长白山制药	国药准字 Z22024146	2020/11/30
辽宁仙草堂药业	国药准字 Z21021444	2020/7/29	辽宁华鑫药业	国药准字 Z21021316	2021/2/5
			健民大鵬	国药准字 Z20063882	2021/5/7

资料来源：药智网、开源证券研究所

华润三九 CHC 健康消费品业务覆盖感冒、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；单个品类方面通过产品升级、增加新品布局、外延合作引入品种等方式扩大在对应领域的市占率。处方药聚焦心脑血管、肿瘤、骨科、消化肝病等领域开展品类规划，加强产品研发与引进。

**表13: 华润三九 CHC 业务板块持续升级产品、拓展品类**

品类	产品名称	产品拓展情况
感冒	感冒灵颗粒、感冒灵胶囊、抗病毒口服液、板蓝根颗粒、复方感冒灵颗粒、感冒清热颗粒、金防感冒颗粒、清瘟解毒片、外感风寒颗粒、小柴胡颗粒	持续创新升级产品
胃肠	三九胃泰、气滞胃痛颗粒、温胃舒颗粒、养胃舒颗粒	2019 年通过“三九胃泰”品牌的重新定位和更新；2021 年重点培养新三九胃泰养胃舒颗粒、温胃舒颗粒等产品
皮肤	999 皮炎平（复方醋、曲安奈、糠酸莫）、999 选平、999 优诺平、顺峰康王	2019 年逐步布局个人护理领域，拓宽品类边界；2020 年个护领域 999 维柔皮肤健康护理系列产品上市
止咳	强力枇杷露、咽炎片、冰连清咽喷雾剂、盐酸氨溴索口服溶液	2021 年合作引入日本知名品牌龙角散润喉系列产品
肝胆	易善复	2017 年合作赛诺菲，重点运作肝病用药“易善复”，2020 年推出“肝保护，易善复”的品牌定位，从肝脏治疗扩展至肝脏健康管理，市场份额显著提升。
儿科	999 小儿感冒颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒、退热贴、小儿止咳糖浆、小儿咳喘灵颗粒、小儿清热止咳口服液、小儿咽扁颗粒、板蓝根颗粒	2017 年合作赛诺菲，打造“999”小儿感冒药、“好娃娃”品牌；2019 年底收购儿童补钙知名品牌澳诺
骨科	骨通贴膏、骨通贴膏 PIB、麝香壮骨膏、风湿止痛膏、关节止痛膏、精制狗皮膏	2013 年收购天和拓展骨科业务；2019 年产品升级，推出全新一代中药贴膏新品——热可塑橡胶型天和追风膏
大健康业务	营养补充剂类、中药类保健食品、儿童维矿类、医疗小器械	2017 年 11 月正式推出了“999 今维多”系列第一批维生素、矿物质类新产品；2018 年推出“999 今维多&三九益普利生”双品牌的组合；2019 年新推出“今维多营养蛋白质粉”、三九益普利生氨糖软骨素、9YOUNG 胶原蛋白代餐奶昔等潜力产品；2021 年推出“桃白白”作为女性产品子品牌

资料来源：华润三九公司公告、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

**福瑞股份 FibroScan 系列产品国产化快速推进。**FibroScan 为肝纤维化瞬时弹性扫描仪，为福瑞股份子公司法国 Echosens 公司发明并生产，是目前世界上最新的一种超声诊断创新产品。公司自 2015 年推进 FibroScan 国产化，2018-2019 年接连推出了国产化设备 FibroScan PRO、FibroScan HANDY、FibroScan Q，逐步满足不同层次的主体需求，基于此，2020 年度中国地区器械业务同比增长 32.95%，实现收入 598 万欧元。2021 年 7 月，公司产品 FibroScan HANDY、FibroScan PRO 入选优秀国产医疗设备产品目录，为公司医疗器械国产化加速推进奠定基础。

**表14: 福瑞股份接连推出国产化设备满足不同主体需求**

产品名称	适用对象
FibroScan PRO	专为大中型医院的专科/诊疗中心设计，它们需要进行大量检查及管理复杂/晚期病例。
FibroScan HANDY	专为多中心共享和社区肝病管理而设计。
FibroScan Q	专为医院和诊所设计，配有特色轻型台车，可在各科室轮流使用，嵌入式电池设计，支持床边检查。

资料来源：福瑞股份公司公告、开源证券研究所

**济川药业二线产品加大发力，产品结构逐步优化。**公司主要产品蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊以及小儿豉翘清热颗粒在细分领域市场占有率位居行业前列。根据米内网，2020 年全国公立医院中，蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒、雷贝拉唑钠肠溶胶囊（济诺）分别在清热解毒中成药、儿科感冒中成药、雷贝拉唑市场占有率排名第一。该 3 个产品占公司收入比达到 70%-80%，是公司的主导品种；二线产品例如健胃消食口服液收入占从 2018 年的 7.1% 提升至 2020 年的 9.3%，蛋白琥珀酸铁口服溶液收入占比从 2018 年的 8.5% 提升至 2020 年的 10.8%，由此，二线产品加大发力，公司整体产品结构得到优化。

**表15: 济川药业二线产品加大发力，产品结构逐步优化**

产品分类	产品名称	产品收入占比			
		2018	2019	2020	2021H1
清热解毒类	蒲地蓝消炎口服液	45.8%	35.1%	36.1%	-
儿科类	小儿豉翘清热颗粒	17.9%	22.8%	17.5%	-
消化类	雷贝拉唑钠肠溶胶囊	13.7%	16.2%	19.2%	-
	<b>小计</b>	<b>77.4%</b>	<b>74.2%</b>	<b>72.8%</b>	<b>71.5%</b>
消化类	健胃消食口服液	7.1%	7.8%	9.3%	-
呼吸类	三拗片、黄龙止咳颗粒	4.8%	6.4%	4.7%	-
心脑血管类	川芎清脑颗粒	1.1%	1.3%	1.3%	-
妇科类	妇炎舒胶囊	1.1%	1.1%	1.0%	-
其他	蛋白琥珀酸铁口服溶液	8.5%	9.2%	10.8%	-

数据来源：济川药业公司公告、开源证券研究所

**寿仙谷通过技术创新升级产品，且开发不同剂型扩大覆盖人群。**公司主要产品为灵芝孢子粉，其经过了三代的升级，第一代无破壁技术，有效成分含量低，吸收率也低；第二代采用破壁技术，吸收率提高；第三代采用破壁+去壁分离技术，有效成分含量高、吸收率高。在剂型方面，公司的灵芝孢子粉最初为粉剂，后开发胶囊剂、颗粒剂和片剂，覆盖更多用药需求。

图29: 第三代灵芝孢子粉经过去壁处理溶于水沉淀少, 有效成分含量明显提升



资料来源: 寿仙谷天猫旗舰店

天士力研发产品获批加快, 随陆续投产有望迎来快速增长。公司持续聚焦心脑血管、消化代谢、肿瘤三大疾病领域, 坚持研产销投一体化整合资源, 截至 2021H1, 通过“四位一体”的研发模式共布局 82 款在研管线产品, 涵盖 40 款 1 类创新药, 并有 44 款药品已进入临床阶段, 其中 17 项处于临床 II、III 期研究。

2021 年, 公司及旗下子公司共有 5 款产品公告获批《药品注册证书》, 共 4 款化药和 1 款中成药, 生物药方面, 普佑克急性缺血性脑卒中适应症已提交上市申请。截至 2021H1, 公司研发管线中, 他达拉非片、吉非替尼片和米诺膦酸片获得药品注册批件(视同通过一致性评价), 其中, 米诺膦酸片为国内首仿, 原研药未在国内上市; 复方丹参滴丸关于糖尿病视网膜病变适应症的治疗已纳入《中国 2 型糖尿病防治指南(2020 年版)》, 目前处于申报上市阶段, 同时积极筹备国际临床研究。此外, 公司 T89(复方丹参滴丸, FDA 临床研究申报代码为 T89)预防及治疗急性高原反应(AMS)申请 FDA 新药上市项目正式进入 III 期临床试验, JS1-1-01 获得 FDA 临床试验批准, 利伐沙班完成 BE 临床研究, 盐酸二甲双胍片、氯氮平片通过一致性评价。根据米内网数据, 公司获批产品市场规模较大, 竞争格局较好, 待投产后有望迎来快速增长。

表16: 2021 年天士力公告 5 个产品获批上市

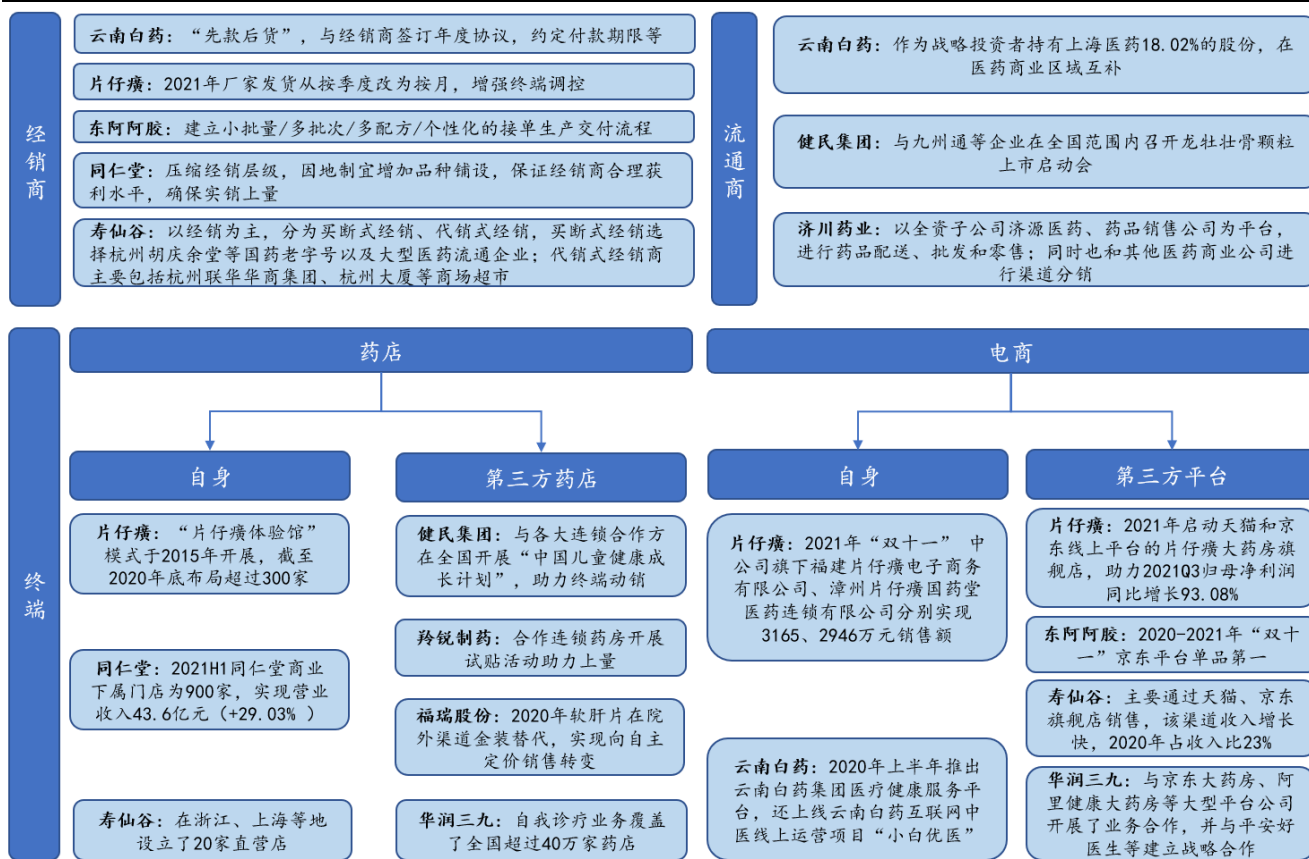
药品名称	剂型	注册分类	BE 备案时间	BE 试验时间	申报 CDE 时间	获批时间	其他上市厂商	市场规模
吉非替尼片	口服片剂	化药 4 类	2017 年 2 月	2017 年 11 月	2018 年 1 月	2020 年 12 月	阿斯利康、齐鲁制药等 8 家	米内网化药医疗终端数据显示 2019 年销售额为 21.9 亿元
注射用替莫唑胺	注射剂	化药 3 类	-	2019 年 8 月	2019 年 9 月	2021 年 10 月	江苏恒瑞医药、江苏奥赛康药业、四川汇宇制药 3 家	米内网化学药医疗终端数据显示国内城市公立、县级公立替莫唑胺 2020 年销售额为 25.4 亿元。
苯扎贝特缓释片	片剂	化药 3 类	-	2019 年 10 月	2019 年 11 月	2021 年 10 月	无	米内网化学药医疗终端数据显示国内城市公立、县级公立苯扎贝特 2020 年销

药品名称	剂型	注册分类	BE 备案时间	BE 试验时间	申报 CDE 时间	获批时间	其他上市厂商	市场规模
盐酸美金刚缓释胶囊	胶囊剂	化药 3 类	-	-	2019 年 7 月	2021 年 12 月	苑东生物等 4 家	销售额为 4,075 万。 米内网化学药医疗终端数据显示国内城市公立、县级公立盐酸美金刚相关产品 2020 年销售额为 5.94 亿元（均为普通片和口服液）。
	剂型	注册分类	进入国家药监局药品审评中心审评序列	完成药品注册生产现场检查	完成药品注册临床试验现场核查	获批		
中药	坤心宁颗粒	颗粒剂 1.1 类	2021 年 1 月	2021 年 3 月	2021 年 5 月	2021 年 11 月	无，2019 年至今仅金蓉消癖颗粒和本产品 2 个妇科中成药获批	米内网数据显示近年重点城市实体药店妇科中成药销售额均超过 17 亿

资料来源：米内网、天士力公司公告、开源证券研究所

## 2.6、营销渠道：多渠道布局助力终端上量，营销改革下实现提质增效

品牌中药 OTC 主要在零售渠道销售，在中成药逐步开展带量采购的趋势下，院外市场优势愈发突出。较多品牌中药 OTC 企业助力院外市场营销，主要通过几种方式：（1）通过产品升级换代实现院内到院外市场的转换，或提升终端价格，由此提升盈利能力，以健民集团、福瑞股份、羚锐制药、华润三九为例；（2）精准把握终端需求，加大对经销商的把控，保证库存合理下实现稳定盈利水平，以云南白药、东阿阿胶、片仔癀为例，或通过建设自身终端，实现精准营销，以片仔癀、同仁堂、寿仙谷为例；（3）与各大流通商或连锁药房合作，扩大产品覆盖面，以健民集团、羚锐制药、济川药业等公司为例；（4）扩展电商渠道，不仅建设自身电商平台，而且与天猫、京东等第三方电商平台合作，顺应互联网医药发展趋势，以东阿阿胶、片仔癀、华润三九、寿仙谷为例。

**图30: 品牌中药 OTC 企业通过多渠道助力终端上量**


资料来源: 各公司公告、各公司公众号、开源证券研究所

**较多中药 OTC 开启营销改革，实现提质增效。**通过分析对比部分中药企业的销售费用率发现，较多企业经历发展前期业务持续扩张的阶段后，开启营销资源整合，实现了销售费用率持续下降，例如云南白药、华润三九、羚锐制药、济川药业；部分企业在旗下产品转向 OTC 渠道、或经历去库存后需要恢复增长、或加大市场覆盖度的现状下，仍需要加大推广助力业绩提升，由此销售费用率上升，例如健民集团、东阿阿胶、寿仙谷。也有部分中药企业的渠道已经进入稳定阶段，由此销售费用率保持平稳，例如片仔癀、同仁堂、福瑞股份。

**表17: 较多中药 OTC 开启营销改革，实现提质增效，销售费用率逐步下降**

公司名称	2018	2019	2020	2021Q3	变化趋势	变化原因
云南白药	14.7	14.0	11.6	10.1	持续下降	2019年全面深化推进营销模式转型，重新调整和布局销售队伍
华润三九	48.2	44.6	36.8	31.9		持续推进营销资源整合，拓展零售业务，合作推广模式的占比不断提升
羚锐制药	51.5	50.9	50.7	48.4		2019年营销改革，各产品线产销分离，整合营销队伍
济川药业	50.8	49.7	48.8	48.7		持续深化营销管理，优化销售渠道，拓深营销资源
健民集团	25.4	30.7	32.1	30.6	小幅上升	2019年起加大了市场投入和广告宣传力度
东阿阿胶	24.2	44.8	24.6	32.9		2019年阿胶系列产销下降，营收下降；2021年为促进市场恢复增长，终端费用、品牌传播投入增加
寿仙谷	46.2	42.7	41.5	49.4		2021年公司为将片剂推广至全国，加大投入广告宣传促销活动
片仔癀	8.2	9.1	9.9	7.7	基本稳定	

公司名称	2018	2019	2020	2021Q3	变化趋势	变化原因
同仁堂	20.8	19.8	19.3	20.1		
福瑞股份	26.9	26.8	25.5	26.8		

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

### 3、推荐及受益标的

从医药行业来看，中药板块受政策影响相对较小，且目前估值具备性价比。政策方面，中药作为我国特色药品种类，一直受到国家政策支持；从已落地的中成药带量采购来看，集采价格上预计不会出现断崖式下降，而是基于其成本，保证中药企业一定利润空间，且品牌中药 OTC 主要销售渠道在零售端而非公立医疗机构，具备较高的价格维护能力。估值方面，根据万得一致预期，截至 2021 年 12 月 22 日，中药板块 2022E PE 为 33.7 倍，低于医药生物整体行业的 34.3 倍，由此具备估值性价比。

从具体公司来看，中药板块部分公司业绩增长确定性较强，在 2021 年开展股权激励，设置积极考核目标，以羚锐制药、建民集团、福瑞股份、华润三九为例；且较多公司近年开展营销改革，整合渠道，逐步实现提质增效，且大力拓展 OTC 端能够提升政策免疫能力，以云南白药、华润三九、羚锐制药、济川药业、寿仙谷为例。

由此，我们综合考虑政策免疫性、估值性价比、业绩确定性以及营销效率提升，推荐标的：羚锐制药、天士力；受益标的：云南白药、片仔癀、东阿阿胶、同仁堂、健民集团、寿仙谷、华润三九、福瑞制药、济川药业（以上排名不分先后）。

表18：推荐及受益标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速				P/E				评级
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
600285.SH	羚锐制药	14.18	10.5	18.7	17.8	25.7	24.73	20.84	17.69	14.07	买入
600535.SH	天士力	14.43	12.4	17.4	(5.8)	14.0	19.4	16.5	17.5	15.4	买入
600436.SH	片仔癀	479.11	21.6	40.6	27.3	23.9	172.9	122.97	96.63	78.02	未评级
000538.SZ	云南白药	97.75	31.8	(24.9)	32.0	13.5	22.7	30.26	22.91	20.20	未评级
000423.SZ	东阿阿胶	46.23	109.5	973.6	134.4	38.3	698.5	65.06	27.76	20.07	未评级
600085.SH	同仁堂	42.80	4.7	19.7	17.3	17.1	56.9	47.55	40.54	34.62	未评级
600976.SH	健民集团	72.34	61.5	115.8	32.4	27.2	75.1	34.80	26.28	20.65	未评级
603896.SH	寿仙谷	54.81	22.5	27.7	28.0	27.2	55.0	43.10	33.68	26.48	未评级
000999.SZ	华润三九	28.15	(23.9)	26.8	13.9	11.4	17.2	13.60	11.95	10.73	未评级
300049.SZ	福瑞股份	12.87	42.7	72.2	51.8	57.0	54.7	31.76	20.92	13.33	未评级
600566.SH	济川药业	24.69	(21.3)	-	-	-	17.2	-	-	-	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除羚锐制药、天士力外，其他公司数据来自 Wind 一致预期，收盘日期为 2021 年 12 月 22 日

### 4、风险提示

政策波动风险，升级产品或新产品推广不及预期风险，营销整合不及预期风险。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn