



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

中药行业深度之四——中药创新药： 踏时代浪潮，创新中药曙光初现

分析师：谭国超 (S0010521120002)

华安证券医药团队：谭国超/李昌幸/沈毅/李婵/任雯萱/陈珈蔚

2022年1月3日

华安证券研究所

核心观点

● 政策端：

国家顶层设计发布《中医药传承意见》，从医保、医疗服务、支付端等多方面进行了规范和支持。

● 支付端：

2017-2020年中药纳入医保的比例逐年攀升，2021年中药医保入围后的中标率（84%）高于西药入围后的中标率（53%）。同时在医保续约层面，中药续约降幅非常温和。并且2021年12月30日发布的《中医药传承意见》中提出在中医医药机构、中药药品医保纳入等方面给予指导，并指出中医医疗机构可暂不实行DRG付费。

● 申报端：

更新后的2020版中药注册分类中，中药创新药被单列作为第一大类。在2016-2021的191个申报项目中，中药创新药的比重逐年大幅提升，2021年中药创新药申报占比为65%，是2020年的2倍，2019年的5倍左右。

● 审批端：

2017-2020供获批20款创新中药，其中2021年获批12个，超过2017-2020年总和，中药创新药快速起步。

● 临床端：

根据可统计数据，近8年国内共开展905项中药相关临床研究，更注重循证医学和上市后再评价；近3年来看，伴随着创新药的大浪潮，中药III期临床比例逐步提升，并出现多项国际多中心研究。

● 企业端：

基于中药创新药的发展，我们梳理中药创新药标的包括：健民集团（已覆盖，买入评价）、新天药业、康缘药业、天士力、以岭药业、方盛制药等。



目录

1. 政策端：国家出台政策扶持中药
2. 支付端：医保纳入趋势变革梳理
3. 申报端：历年申报数据梳理
4. 审批端：历年审批数据梳理
5. 临床端：历年临床试验梳理
6. 企业端：相关标的梳理
7. 估值：中药创新药的估值探讨
8. 风险提示

1.政策端：国家医保局 国家中医药管理局出台中药扶持政策

2021年12月30日，国家医疗保障局、国家中医药管理局发布《国家医疗保障局国家中医药管理局关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，在政策端推进多项措施支持和推动中医药行业发展。

一、充分认识医保支持中医药传承创新发展的重要意义

- 充分发挥医保职能作用，进一步完善**中医药医保支持政策**，是党中央、国务院的重要决策部署，是满足人民群众日益增长的医疗健康需求的**必然**要求。

二、将符合条件的中医医药机构纳入医保定点

- 及时将符合条件的中医(含中西医结合、少数民族医，下同)医疗机构、**中药零售药店**等纳入医保定点协议管理。按规定将符合条件的提供**中医药服务**的**基层医疗卫生机构和康复医院、安宁疗护中心、护理院**以及**养老机构**内设中医医疗机构纳入医保定点管理。
- 及时将符合条件的定点中医医疗机构纳入**异地就医**直接结算定点范围，提升中医医疗机构区域辐射力。
- 开展**互联网诊疗**的定点中医医疗机构，按规定与统筹地区医保经办机构签订补充协议后，将其提供的“互联网+”**中医药服务**纳入医保支付范围。

三、加强中医药服务价格管理

- 对来源于古代经典、至今仍广泛应用、疗效确切的中医传统技术以及创新性、经济性优势突出的中医新技术，**简化新增价格项目审核程序，开辟绿色通道**。
- 在医疗服务价格动态调整中**重点考虑中医医疗服务项目**。
- 公立医疗机构从正规渠道采购**中药饮片**，严格按照实际购进价格**顺加不超25%**销售。非饮片的中药严格按照实际购进价格“**零差率**”销售。



1.政策端：国家医保局 国家中医药管理局出台中药扶持政策

除了在医保支持的认知、医疗机构纳入医保的调整、中医药服务价格管理等方面的扶持政策，《意见》在医保支付范围、支付政策、基金监管等方面也推出了相应的政策。

四、将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围

- 按规定将符合条件的中药饮片、**中成药**、医疗机构**中药制剂**等纳入医保药品目录。将经**国家谈判纳入医保目录**的中成药配备、使用纳入**监测**评估。
- 鼓励各地将疗效确切、体现中医特色优势的**中医适宜技术**纳入医保支付范围。规范使用中医医疗服务项目，医保支付不得设置不合理限制。
- 注重发挥**中医药**在**重大疫情防控**中的积极作用，建立完善符合疫情诊疗规范的中医药费用按规定纳入医保支付范围的机制。

五、完善适合中医药特点的支付政策

- 对于中医医疗机构牵头组建的紧密型县域医共体在总额预算上**适当倾斜**。
- 优先将国家发布的**中医优势病种**纳入按病种付费范围。中医医疗机构可暂**不实行按疾病诊断相关分组(DRG)付费**。
- 支持基层医疗机构提供中医药服务。鼓励定点中医医疗机构在其诊疗范围内承担医保门诊**慢特病**的诊疗，充分发挥中医药在**慢特病**防治中的作用
- 支持建设中医医疗机构牵头组建的紧密型医疗联合体，实行总额付费、加强监督考核、结余留用、合理超支分担的支付政策，推动优质中医药**医疗资源下沉**到基层医疗卫生机构，提升基层中医药服务能力。

六、强化医保基金监管

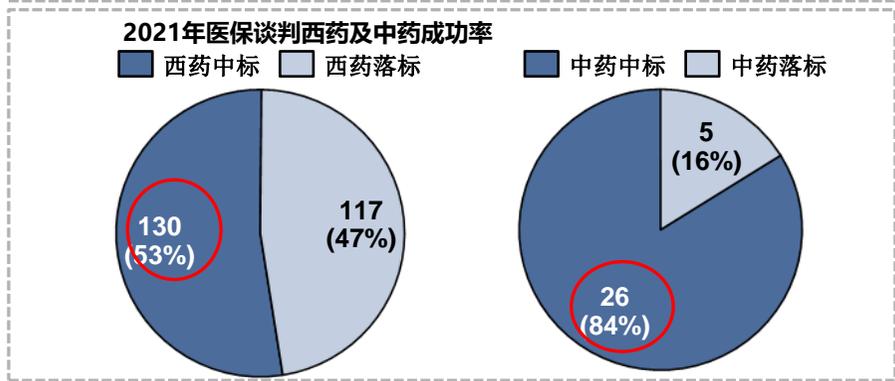
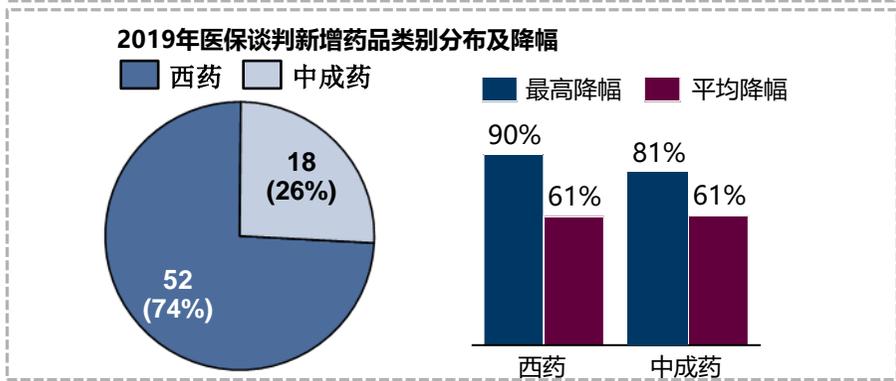
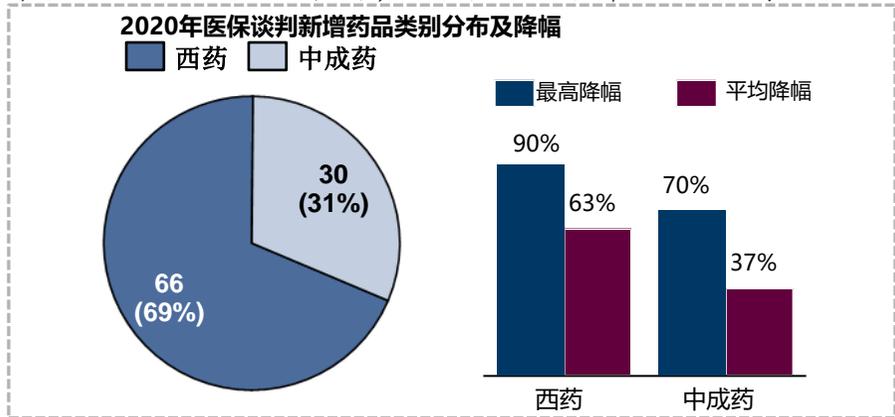
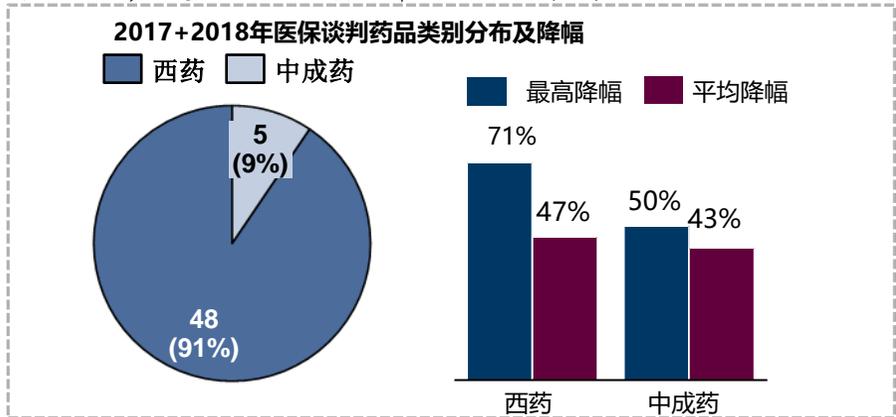
- 加强日常监督管理。健全常态化日常监管机制，加强对定点中医医疗机构、中药零售药店医保基金**支出管理**。
- 健全综合监管制度。**适应中医药服务管理特点**，建立并完善医保部门和中医药主管部门相互配合、协同监管的综合监管制度。

资料来源：国家医保局、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2. 支付端：2017-2021 医保谈判中中药优势逐步显现

2017-2020年中药纳入医保的比例逐年攀升，2021年中药医保入围后的中标率（84%）高于西药入围后的中标率（53%）。同时2021年12月发布的中药政策在中医医药机构、中药药品医保纳入等方面给予指导，并指出中医医疗机构可暂不实行DRG付费。在监管方面，建立健全适应中医药服务特点的制度也是《意见》工作重心之一。整体来看，支付端对于中药的扶持逐步加强。



资料来源：医药魔方、华安证券研究所
敬请参阅末页重要声明及评级说明

2. 支付端：2021 医保谈判中药续约降幅较为温和

新进品种					
序号	药品名称	公司名称	续约前医保支付标准 (元)	2021年医保支付价格 (元)	降幅
1	化湿败毒颗粒	一方制药	5g	暂未挂网	-
2	宣肺败毒颗粒	步长制药	10g	暂未挂网	-
3	关黄母颗粒	万通药业	9g	暂未挂网	-
续约品种					
序号	药品名称	公司名称	续约前医保支付标准 (元)	2021年医保支付价格 (元)	降幅
1	芪黄通秘软胶囊	神威药业	2.1	1.83	12.86%
2	参乌益肾片	康缘药业	1.44	1.3	9.72%
3	注射用丹参多酚酸	天士力	58.5	54.41	6.99%
4	痰热清胶囊	上海凯宝	4.3	4.09	4.88%
5	金花清感颗粒	聚协昌(北京)药业	9.26	8.9	3.89%
6	八味芪龙颗粒	重庆华森制药	2.93	2.93	0.00%
7	参一胶囊	吉林亚泰	6.18	6.18	0.00%
8	冬凌草滴丸	河南百年康鑫药业	0.19	0.19	0.00%
9	杜蛭丸	吉林敖东延边药业	6.49	6.49	0.00%
10	复方黄黛片	亿帆医药	10.19	10.19	0.00%
11	麻苈消咳颗粒	亿帆医药	4.79	4.79	0.00%
12	脑心安胶囊	吉林意达药业	1.38	1.38	0.00%
13	芪丹通络颗粒	河北中唐医药	4.16	4.16	0.00%
14	芪黄颗粒	药都制药	7.5	7.5	0.00%
15	芪苈通络胶囊	吉林万通药业	0.69	0.69	0.00%
16	射麻口服液	海南中盛合美	3.98	3.98	0.00%
17	食道平散	陕西欧珂药业	163	163	0.00%
18	西红花总苷片	瑞阳制药	16.5	16.5	0.00%
19	血必净注射液	天津红日药业	22.08	22.08	0.00%
20	银杏二萜内酯葡胺注射液	江苏康缘药业	93.7	93.7	0.00%
21	银杏内酯注射液	成都百裕制药	19.68	19.68	0.00%
22	注射用黄芪多糖	天津赛诺制药	200	200	0.00%
23	注射用益气复脉(冻干)	天士力	16.5	16.5	0.00%

资料来源：医保目录、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



3.申报端：中药注册分类演变：化繁为简，创新中药单列

国家药品监督管理局
National Medical Products Administration

索引号: FGWJ-2007-10546
主题分类: 法规文件 / 部门规章
标题: 《药品注册管理办法》(局令第28号)【废止】
发布日期: 2007-07-10

《药品注册管理办法》(局令第28号)【废止】

发布时间: 2007-07-10

局长: 邵明立
二〇〇七年七月十日

2007版

1. 未在国内上市销售的从植物、动物、矿物等物质中提取的有效成份及其制剂。
2. 新发现的药材及其制剂。
3. 新的中药材代用品。
4. 药材新的药用部位及其制剂。
5. 未在国内上市销售的从植物、动物、矿物等物质中提取的有效部位及其制剂。
6. 未在国内上市销售的中药、天然药物复方制剂。
7. 改变国内已上市销售中药、天然药物给药途径的制剂。
8. 改变国内已上市销售中药、天然药物剂型的制剂。
9. 仿制药。

国家药品监督管理局
National Medical Products Administration

国家药监局关于发布《中药注册分类及申报资料要求》的通告(2020年第68号)

文章来源: 发布时间: 2020-09-26

为贯彻落实《药品管理法》《中医药法》，配合《药品注册管理办法》(国家市场监督管理总局令第27号)实施，国家药品监督管理局组织制定了《中药注册分类及申报资料要求》，现予发布，并说明如下。

一、中药注册按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等进行分类，前三类均属于中药新药，中药注册分类不代表药物研制水平和药物疗效的高低，仅表明不同注册分类的注册申报资料要求不同。

二、为加强对古典医籍精华的梳理和挖掘，改革完善中药审评审批机制，促进中药新药研发和产业发展，将中药注册分类中的第三类古代经典名方中药复方制剂细分为“3.1按古代经典名方目录管理的中药复方制剂(以下简称3.1类)”及“3.2其他来源于古代经典名方的中药复方制剂(以下简称3.2类)”。3.2类包括未按古代经典名方目录管理的古代经典名方中药复方制剂和基于古代经典名方加减化裁的中药复方制剂。

三、古代经典名方中药复方制剂剂型均应采用传统工艺制备，采用传统给药途径，功能主治以中医术语表述。对适用范围不作限定，药品批准文号采用专用格式：国药准字C+四位年号+四位顺序号。

四、3.1类的研制，应进行药学及非临床安全性研究；3.2类的研制，除进行药学及非临床安全性研究外，还应对照中药人用经验进行系统总结，并对药物临床价值进行评估。

注册申请人(以下简称申请人)在完成上述研究后一次性直接提出古代经典名方中药复方制剂的上市许可申请。对于3.1类，我局不再审核发布“经典名方物质基准”统一标准。

2020版

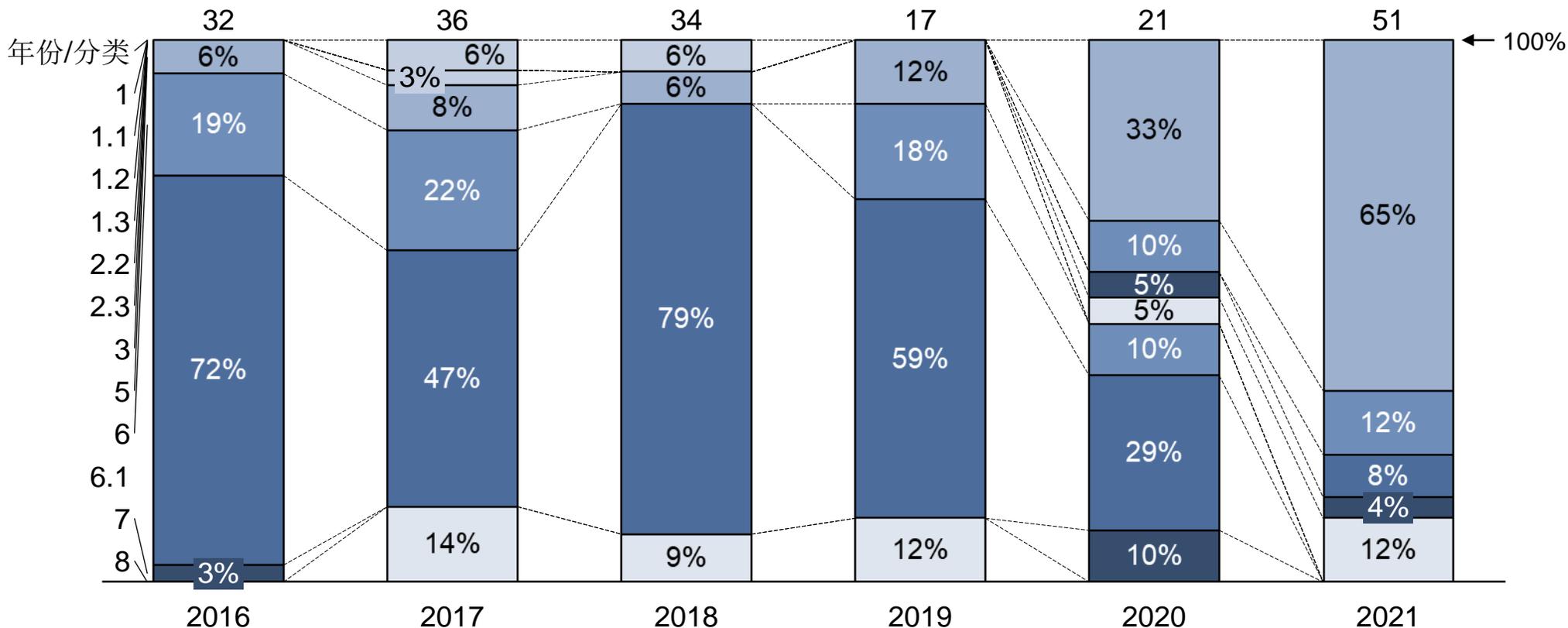
1. **中药创新药**。指处方未在国家药品标准、药品注册标准及国家中医药主管部门发布的《古代经典名方目录》中收载，具有临床价值，且未在境外上市的中药新处方制剂。
2. **中药改良型新药**。指改变已上市中药的给药途径、剂型，且具有临床应用优势和特点，或增加功能主治等的制剂。
3. **古代经典名方中药复方制剂**。古代经典名方是指符合《中华人民共和国中医药法》规定的，至今仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的古代中医典籍所记载的方剂。古代经典名方中药复方制剂是指来源于古代经典名方的中药复方制剂。
4. **同名同方药**。指通用名称、处方、剂型、功能主治、用法及日用饮片量与已上市中药相同，且在安全性、有效性、质量可控性方面不低于该已上市中药的制剂。

资料来源: NMPA、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

3.申报端：2016-2021申报中创新中药比重大幅提升

2016-2021年一共申请临床191项目，近3年来临床数目逐年增多，2021年中药创新药临床申请占比为65%，是2020年的2倍，2019年的5倍左右。改良型中药、复方制剂、同名同方药等占比趋于下调，中药创新趋势良好。



资料来源：CDE、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

4. 审批端：2017-2021 共 20 款中药新药获批上市

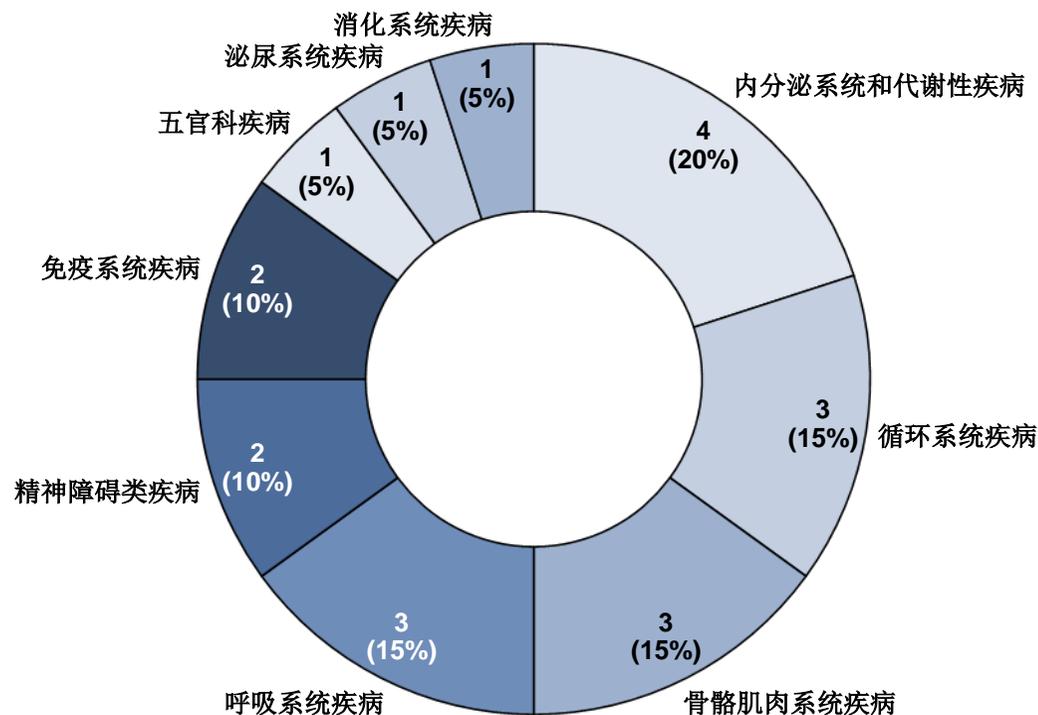
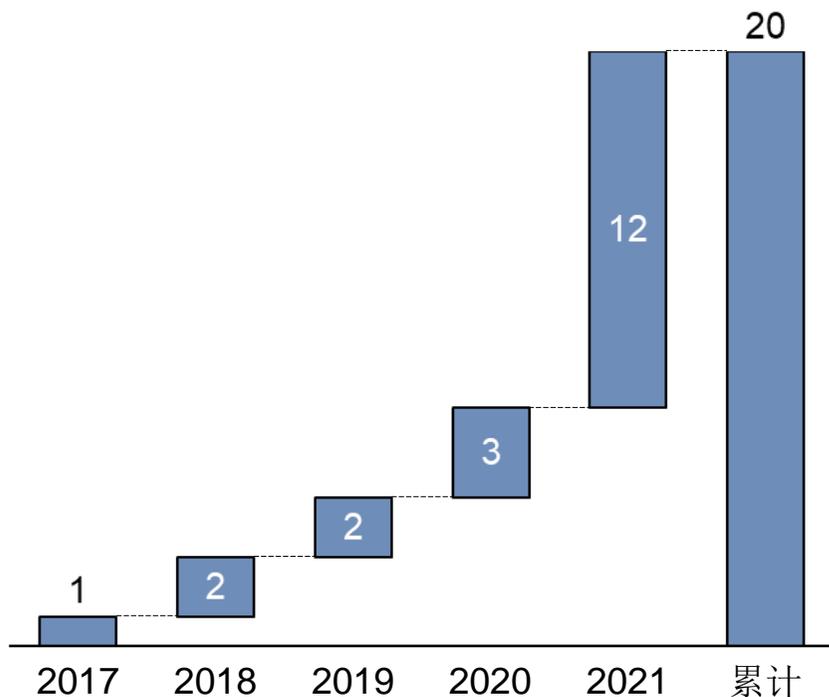
序号	药品名称	注册分类	企业名称	适应症	状态开始时间
1	七蕊胃舒胶囊	中药1.1	健民药业集团股份有限公司	用于轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛的治疗	2021-12-31
2	虎贞清风胶囊	中药1.1	一力制药股份有限公司	可用于轻中度急性痛风性关节炎中医辨证属湿热蕴结证的治疗	2021-12-16
3	苏夏解郁除烦胶囊	中药1.1	石家庄以岭药业股份有限公司	用于轻中度抑郁症中医辨证属气郁痰阻、郁火内扰证的治疗	2021-12-16
4	清肺排毒颗粒	—	漳州片仔癀药业股份有限公司	新型冠状病毒肺炎（COVID-19）	2021-03-02
5	化湿败毒颗粒	—	广东一方制药有限公司	新型冠状病毒肺炎（COVID-19）	2021-03-02
6	宣肺败毒颗粒	—	山东步长制药股份有限公司	新型冠状病毒肺炎（COVID-19）	2021-03-02
7	坤恰宁颗粒	中药1.1	天士力医药集团股份有限公司	女性更年期综合征，具有温阳养阴，益肾平肝的功效	2021-11-26
8	芪蛭益肾胶囊	中药1.1	山东凤凰制药股份有限公司	早期糖尿病肾病气阴两虚证	2021-11-26
9	玄七健骨片	中药1.1	湖南方盛制药股份有限公司	用于轻中度膝骨关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证的治疗	2021-11-26
10	银翘清热片	中药1.1	江苏康缘药业股份有限公司	辛凉解表，清热解毒。用于外感风热型普通感冒，症见发热、咽痛、恶风、鼻塞、流涕、头痛、全身酸痛、汗出、咳嗽、口干，舌红、脉数	2021-11-12
11	益智安神片	中药6	石家庄以岭药业股份有限公司	用于失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证，症见失眠、多梦、心悸、神疲乏力、健忘、头晕、腰膝酸软等	2021-09-03
12	益气通窍丸（曾用名：芪丹鼻敏丸）	中药6	天津东方华康医药科技发展有限公司	用于治疗季节性过敏性鼻炎中医辨证属肺脾气虚证	2021-09-13
13	连花清咳片	中药6.1	石家庄以岭药业股份有限公司	宣肺泄热，化痰止咳。用于急性气管-支气管炎痰热壅肺证引起的咳嗽，咳痰、痰白粘或色黄，伴咽干口渴，心胸烦闷，大便干，舌红，苔薄黄腻，脉滑数	2020-05-14
14	筋骨止痛凝胶	中药6.1	江苏康缘药业股份有限公司	活血理气，祛风除湿，通络止痛。用于膝骨关节炎肾虚筋脉瘀滞证的症状改善，症见膝关节轻中度疼痛、僵硬、活动不利，腰膝酸软，舌质偏红或边有积斑苔薄白，脉弦或滑	2020-04-13
15	桑枝总生物碱片	中药5	北京五和博澳药业有限公司	II型糖尿病	2020-03-18
16	芍麻止痉颗粒（曾用名：止动颗粒）	中药6.1	天士力医药集团股份有限公司	平肝息风，清火豁痰，宁心安神。用于肝亢风动、痰火内扰所致的抽动症，症见面部、头颈、四肢或躯干部位肌肉不自主的抽动伴有喉部的异常发声、烦躁易怒、口干舌红、睡眠不安等症	2019-12-20
17	小儿荆杏止咳颗粒	中药6.2	湖南方盛制药股份有限公司	小儿外感风寒化热轻度急性支气管炎引起的咳嗽，咯痰，痰黄、咽部红肿、发热等症	2019-12-18
18	金蓉消痹颗粒	中药6.1	广州市康源药业有限公司	补肾活血，化痰散结，调摄冲任，用于乳腺增生症痰瘀互结、冲任失调证，症见乳房疼痛、触痛，胸胁胀痛，善郁易怒，失眠多梦，神疲乏力，腰膝酸软，舌淡红或青紫或舌边尖有瘀斑，苔白，脉弦细或滑	2018-12-25
19	关黄母颗粒（曾用名：更舒颗粒）	中药6.2	通化万通药业股份有限公司	更年期综合征（绝经前后诸证）中医辨证属肝肾阴虚证，症见烘热面赤，头晕耳鸣，腰膝酸软或足跟痛，少寐多梦，急躁易怒，阴部干涩或皮肤瘙痒等症	2018-02-02
20	丹龙口服液	中药3	浙江康德药业集团有限公司	用于中医热哮证的治疗	2017-08-29

资料来源：药智网、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

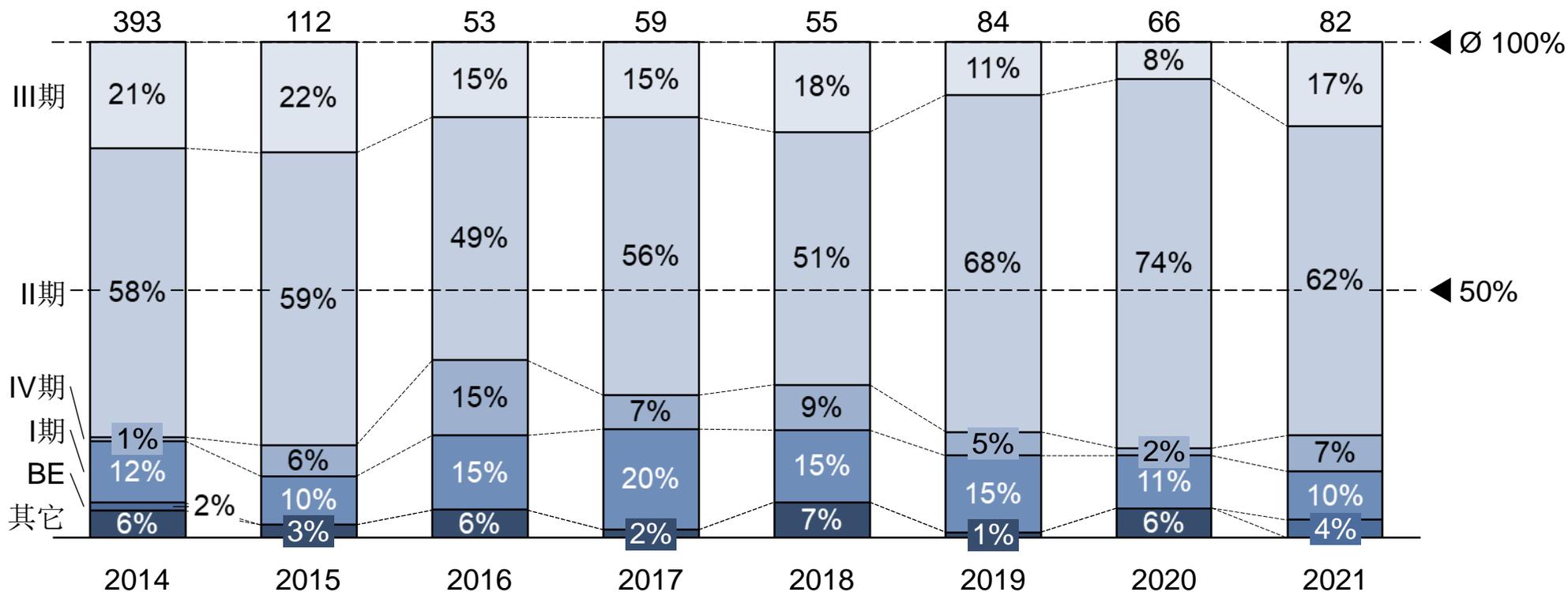
4. 审批端：2017-2021 中药新药获批数逐年递增

2016-2021 中药新药共获批 20 个，其中 2021 年 **获批 12 个**，超过 2017-2020 的总和。按照领域来看，内分泌系统和代谢性疾病、循环系统疾病、骨骼肌肉系统疾病、呼吸系统疾病相关治疗药物较多。



5.临床端：2014-2021国内开展中药临床试验共计905项

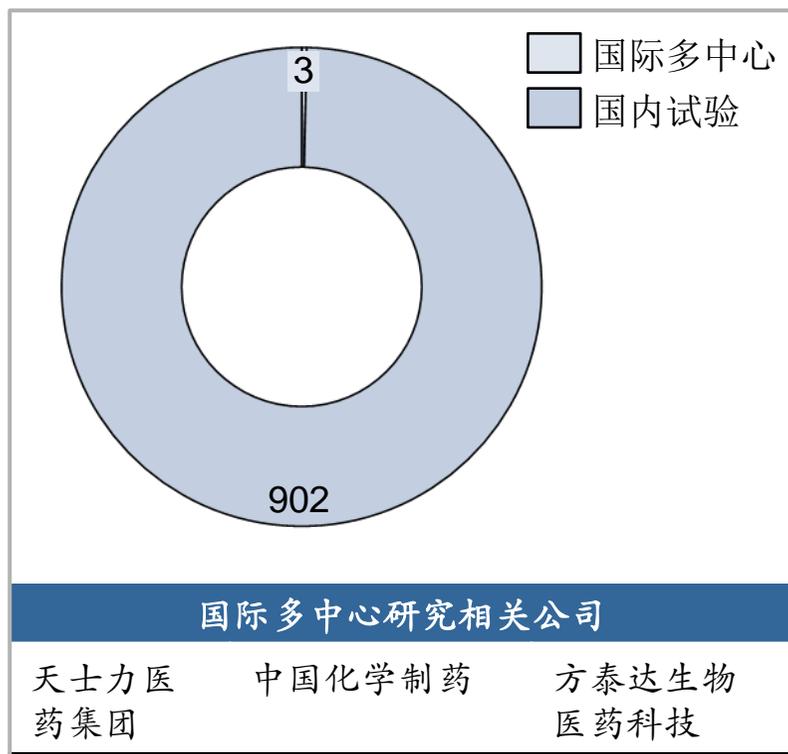
2014-2021年国内共开展905项中药相关临床研究，其中2014-2015年大量临床的设立为后续中药临床开展打下了坚实的基础。近3年来看，伴随着创新药的大浪潮，中药III期临床比例逐步提升，非标准分期研究逐步减少，早期科研转化趋势良好，循证医学证据不断丰富。



资料来源：Clinicaltrials、华安证券研究所
敬请参阅末页重要声明及评级说明

5.临床端：中药布局国内临床试验为主，国际多中心崭露头角

2014-2021年一共开展3项国际多中心临床，主要涉及领域为内分泌系统和代谢性疾病、肿瘤、高原病等。在众多药企中，中药临床试验较多、研发实力较强的企业包括江苏康缘药业、天士力医药、济川药业、奇正藏药、以岭药业、扬子江药业、北京同仁堂等。



公司名称	试验数
江苏康缘药业股份有限公司	32
天士力医药集团股份有限公司	26
济川药业集团有限公司	14
甘肃奇正藏药有限公司	11
石家庄以岭药业股份有限公司	9
扬子江药业集团有限公司	8
北京同仁堂股份有限公司	7
苏州玉森新药开发有限公司	7
石药集团中奇制药技术（石家庄）有限公司	6
北京坤奥基医药科技有限公司	6
其他	779

6.企业端：中药创新药标的梳理

编号	证券代码	证券简称	市值 (亿元)	净利润 2020年(亿 元)	预测净利 润 2021年 (亿元)	预测净利 润 2022年 (亿元)	预测净利 润 2023年 (亿元)	2021 增长率	2022 增长率	2023 增长率	2021PE	2022PE	2023PE	2021EPS	2022EPS	2023EPS	2021 PEG	2022 PEG	2023 PEG
1	600976.SH	健民集团	121.02	1.48	3.31	4.32	5.37	123.65%	30.51%	24.31%	36.51	28.00	22.55	2.1014	2.7657	3.4841	0.30	0.92	0.93
2	002603.SZ	以岭药业	327.46	12.15	16.40	20.44	23.21	34.96%	24.69%	13.53%	19.97	16.02	14.11	0.9814	1.2237	1.3892	-1.55	0.65	1.04
3	002873.SZ	新天药业	33.13	0.74	1.00	1.38	1.89	34.95%	38.00%	36.96%	33.13	24.01	17.53	0.6097	0.8413	1.1522	0.00	0.63	0.47
4	600535.SH	天士力	239.76	10.90	13.91	13.17	14.80	27.62%	-5.28%	12.32%	17.24	18.20	16.21	0.9193	0.8708	0.9780	0.00	-3.45	1.32
5	603998.SH	方盛制药	29.20	0.54	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
6	600557.SH	康缘药业	72.57	2.74	3.65	4.79	5.50	33.03%	31.47%	14.76%	19.91	15.14	13.20	0.6149	0.8083	0.9276	0.00	0.48	0.89

资料来源：Wind（健民集团为华安证券预测，其他Wind一致2022/1/3）、华安证券研究所

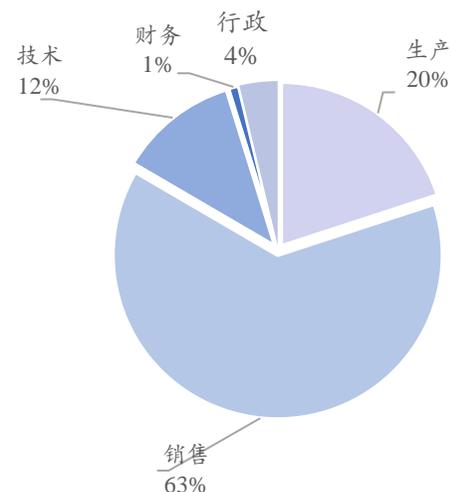
6.1 以岭药业 (002603.SZ)

- 公司由创始人中国工程院吴以岭院士于2001年创立，于2011年在深圳证券交易所上市，是国内中药龙头企业。主营业务为专利创新中药的研发、生产和销售，同时积极布局化生药和健康产业。专利中药板块中，公司以络病理论创新带动多渠道专利新药研发，目前拥有专利新药10余个，涵盖了心脑血管病、呼吸、糖尿病、肿瘤等领域。在化生药板块，公司坚持“转移加工切入—仿制药国际国内双注册—专利新药研发生产销售”齐步走的发展战略，在美国FDA申报注册12个产品，已有4个一类创新药品种进入临床阶段。健康产业板块，一是打造以连花呼吸健康为核心、“通络、养精、动形、静神”为重点的系列产品，二是针对健康人群、亚健康人群和慢病人群提供健康管理服务。
- 公司2020年销售人员为1.07万人，占比63%，生产人员为3376人，占比20%，技术人员为1996人，占比12%。

公司主要产品

领域	批准文号	产品	适应症	医保
心脑血管疾病	国药准字Z19980015	通心络胶囊	心绞痛,冠心病	医保甲类
	国药准字Z20103032	参松养心胶囊	冠心病	医保甲类
	国药准字Z20040141	芪苈强心胶囊	心力衰竭	医保甲类
感冒呼吸疾病	国药准字Z20040063	连花清瘟胶囊	流感,新型冠状病毒感染	医保甲类
	国药准字Z20200004	连花清咳	急性气管、支气管炎	医保乙类
糖尿病	国药准字Z20050845	津力达颗粒	2型糖尿病、糖尿病并发症	医保乙类
肿瘤	国药准字Z20040095	养正消积胶囊	联合放化疗治疗原发性肝癌	医保乙类
前列腺疾病	国药准字Z20123085	夏荔芪胶囊	轻、中度良性前列腺增生症脾肾气虚兼痰瘀证	医保乙类
抗衰老	国药准字B20020585	八子补肾胶囊	延缓衰老	—
精神神经疾病	国药准字B20020867	枣椹安神口服液	神经衰弱症见失眠,多梦,头晕者	—

人员结构



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

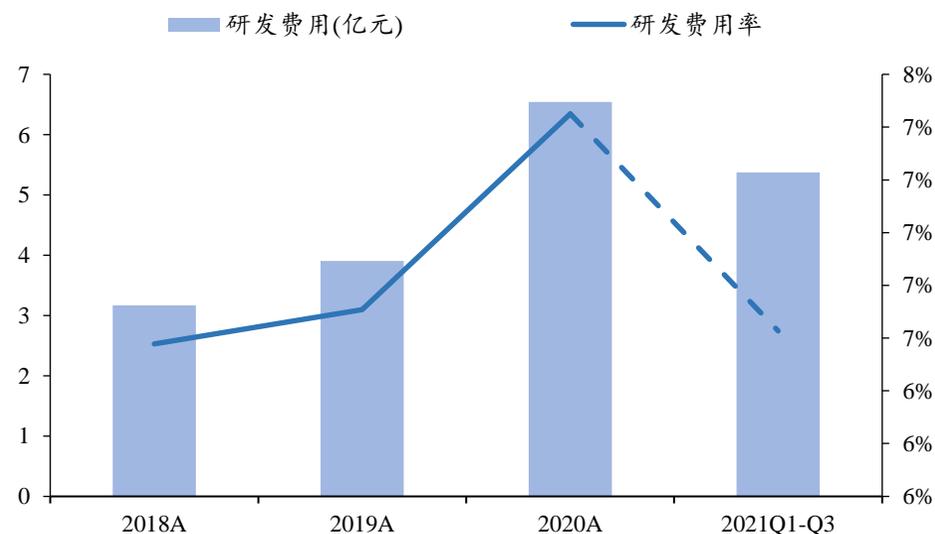
6.1 以岭药业创新中药管线

- 专利中药板块中，通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊、连花清瘟胶囊等已成为临床疾病防治的基础用药；化生药板块中，化学一类新药研发工作正在顺利推进，其中苯胺洛芬（术后疼痛、癌症疼痛）进入III期临床阶段。
- 公司持续加大研发投入，研发费用从2018年的3.17亿元持续增长至6.54亿元，年复合增长率为43.74%。2021年前三季度研发费用为5.38亿元，研发费用率一直保持在6.5%以上。

公司主要创新药品管线

类别	产品	适应症	研发阶段
中药	参松养心	冠心病	批准上市
中药	夏荔芪	前列腺疾病	批准上市
中药	芪苈强心	心力衰竭	批准上市
中药	连花清瘟	流感,新型冠状病毒感染	批准上市
中药	通心络	心绞痛,冠心病	批准上市
化药	苯胺洛芬	癌症疼痛,术后疼痛	III期临床
化药	苯胺洛芬	眼部细菌感染	I期临床
化药	芬乐胺	帕金森病	I期临床
化药	XY0206	实体瘤,急性髓系白血病	I期临床
化药	XY03-EA	缺血性卒中	I期临床

研发费用情况 (亿元)

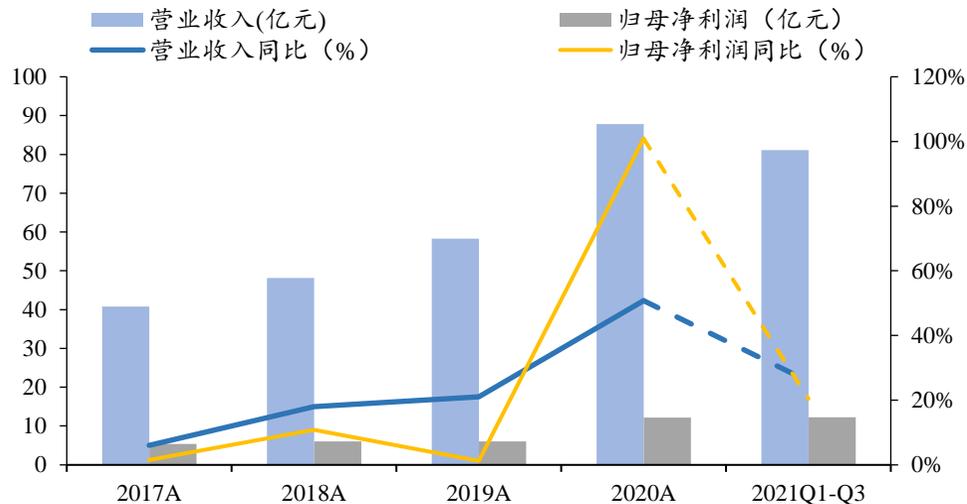


资料来源：Wind，医药魔方，华安证券研究所

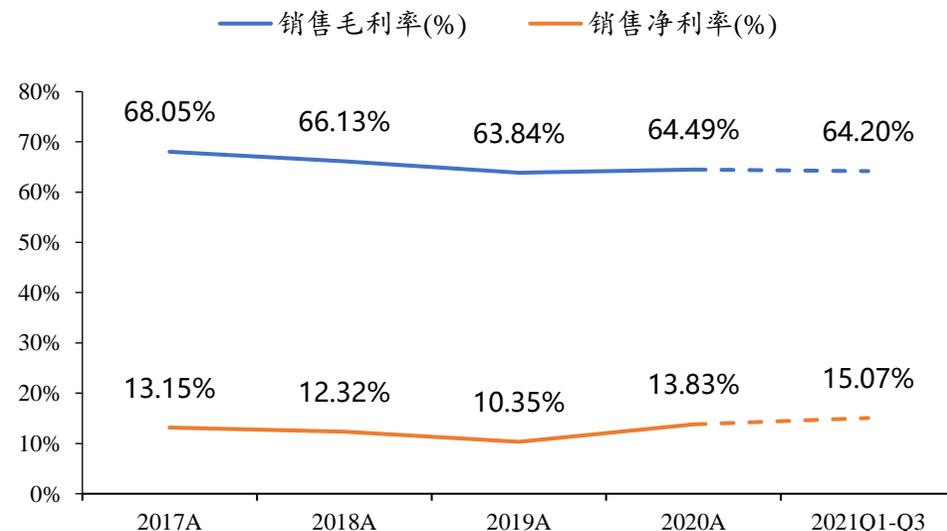
6.1 以岭药业财务分析

- 公司营业收入从2017年的40.81亿元持续增长至2020年的87.82亿元，年复合增长率为29.10%；归母净利润从2017年5.41亿元增长至2020年的12.19亿元，年复合增长率为31.11%。2021年前三季度营业收入为81.12亿元（+25.81%），归母净利润为12.24亿元（+20.43%）。
- 公司近两年毛利率和净利率逐渐上升，毛利率从2017年68.05%下降至2019年的63.84%，同期净利率由13.15%下降至10.35%；随后毛利率和净利率持续上升，2021年前三季度毛利率和净利率分别为64.20%、15.07%。

营业收入情况



毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

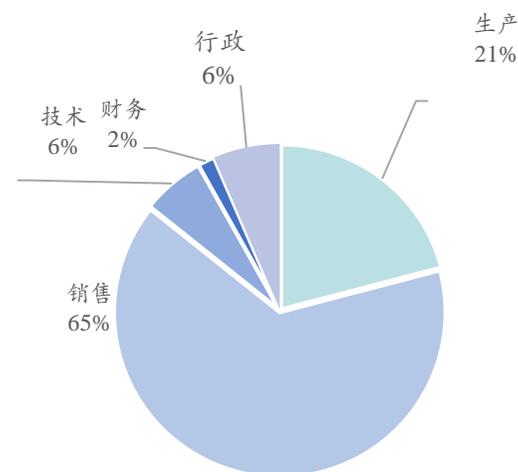
6.2 康缘药业 (600557.SH)

- 公司于2000年成立，2002年于上海证券交易所挂牌上市，是一家集中药研发、生产、贸易为一体的大型中药企业，坚持创新驱动，以中医药发展为主体，并积极布局化学药等领域，目前主要产品线聚焦病毒感染性疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域。
- 公司2020年销售人员为4183人，占比65%，生产人员为1349人，占比21%，技术人员为397人，占比6%。

公司主要产品

治疗领域	批准文号	产品	适应症	医保
呼吸	国药准字 Z20050217	热毒宁注射液	外感风热所致感冒、咳嗽；上呼吸道感染、急性支气管炎	是
呼吸	国药准字 Z10970018	金振口服液	小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者	是
妇科	国药准字 Z10950005	桂枝茯苓胶囊	妇人瘀血阻络所致癥块、经闭、痛经、产后恶露不尽；子宫肌瘤，慢性盆腔炎包块等	是
妇科	国药准字 Z20030127	散结镇痛胶囊	瘀瘀互结兼气滞所致的继发性痛经、月经不调、盆腔包块、不孕	是
心脑血管	国药准字 Z10950004	天舒胶囊	血瘀阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，痛有定处，或头晕胁痛、失眠烦躁，舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛见上述症候者。	是
心脑血管	国药准字 Z32020535	通塞脉片	轻中度动脉粥样硬化性血栓性脑梗死(缺血性中风中经络)恢复期气虚血瘀证	是
心脑血管	国药准字 Z20120024	银杏二萜内酯葡胺注射液	中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期瘀瘀阻络证，症见半身不遂，口舌歪斜，言语謇涩，肢体麻木等。	是
骨伤科	国药准字 Z20010045	腰痹通胶囊	血瘀气滞、脉络闭阻所致腰痛、腰椎间盘突出	是
骨伤科	国药准字 Z10970019	复方南星止痛膏	骨性关节炎属寒湿瘀阻证	是
儿科	国药准字 Z20150075	九味熄风颗粒	小儿多发性抽动症	是

公司人员结构



资料来源：Wind，公司年报，公司公告，华安证券研究所

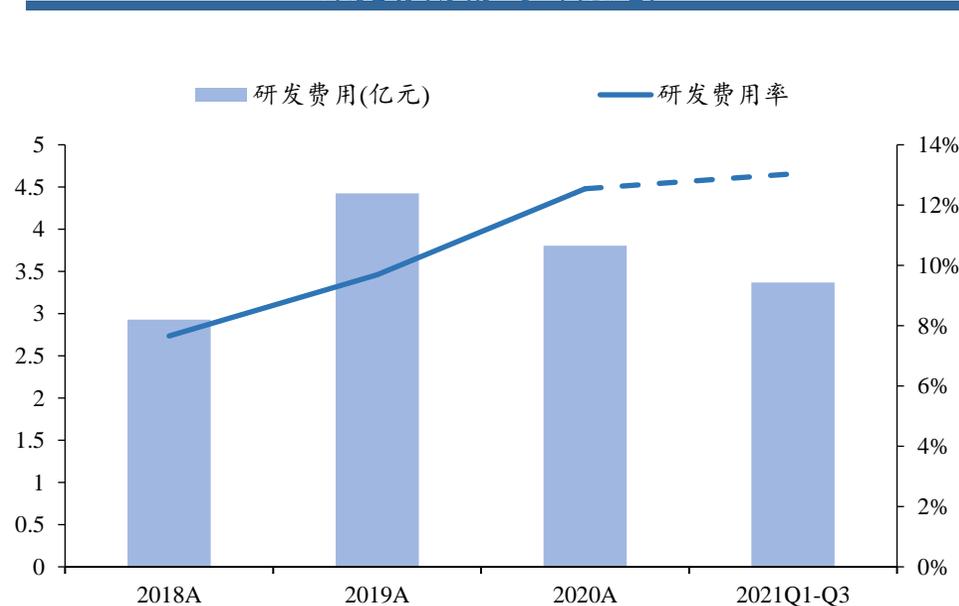
6.2 康缘药业创新中药管线

- 大株红景天、银杏二萜内酯、天舒等已获批上市，氟诺哌齐、百可利处于II期临床阶段，另有喹诺利辛等多项临床研究顺利进行中，构造出丰富的产品在研管线。
- 公司持续加大研发投入，研发费用从2018年的2.93亿元持续增长至3.80亿元，年复合增长率为13.99%。2021年前三季度研发费用为3.37亿元，研发费用率增长至为13.04%。

公司主要创新药品管线

产品	适应症	研发阶段
大株红景天	心绞痛; 冠心病	批准上市
天舒	血管性头痛	批准上市
热毒宁	流感; 支气管炎; 新型冠状病毒感染	批准上市
银杏二萜内酯	缺血性卒中	批准上市
氟诺哌齐	阿尔茨海默病	II期临床
百可利	帕金森病; 流感	II期临床
KY0467	手足口病	I期临床
KY1701	乳腺癌	I期临床
SIPI-2011	室性心律失常	I期临床
TPN672	精神分裂症	I期临床
WXSH0493	高尿酸血症	I期临床
喹诺利辛	良性前列腺增生	I期临床

研发费用情况 (亿元)

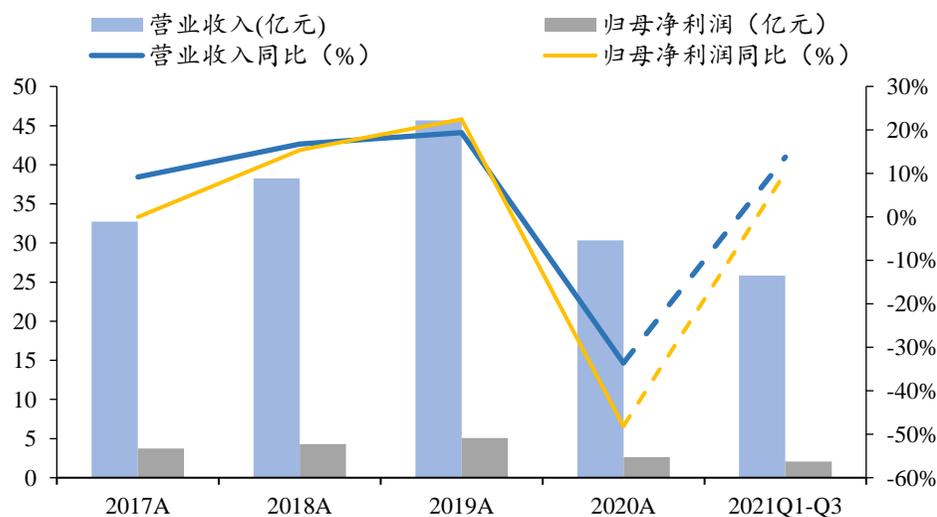


资料来源: Wind, 医药魔方, 华安证券研究所

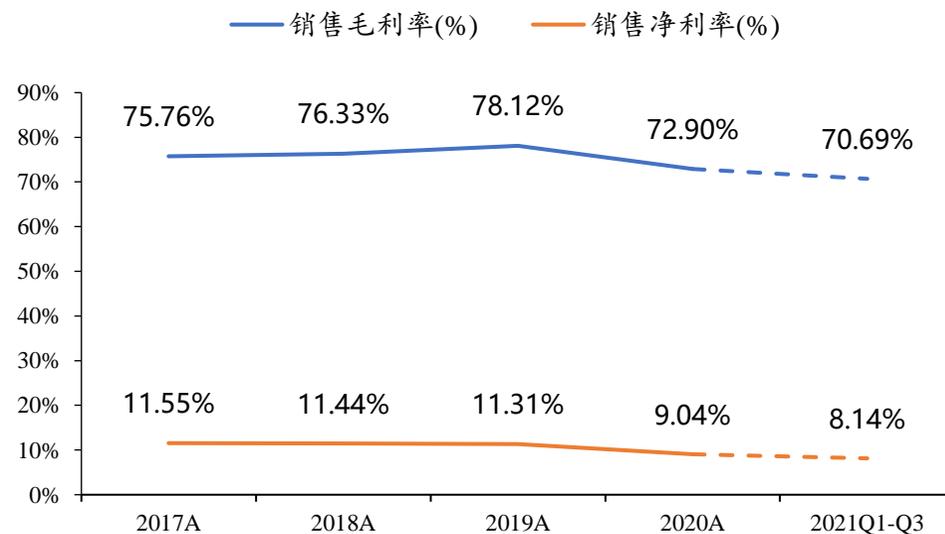
6.2 康缘药业财务分析

- 公司营业收入从2017年的32.75亿元减少至2020年的30.32亿元；归母净利润从2017年3.74亿元减少至2020年的2.07亿元，年复合增长率为11.07%。2021年前三季度营业收入为25.84亿元（+13.76%），归母净利润为2.07亿元（+10.24%）。
- 公司毛利率从2017年75.76%持续上升至2019年的78.12%，随后于2020年下降至72.90%；同期净利率逐步下降至9.04%。2021年前三季度毛利率、净利率分别为70.69%、8.14%。

营业收入情况



毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

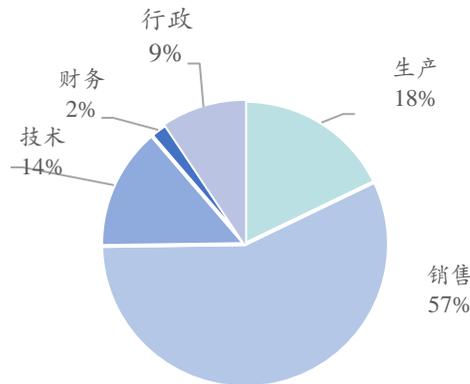
6.3 天士力 (600535.SH)

- 公司成立于1994年，于2002年在上海证券交易所挂牌上市，以大健康公司康产业为主线，以生物医药产业为核心，以健康产业和医疗康复、健康养生、健康管理为两翼的高科技国际化企业集团。主营业务为现代中药、化学药等的科研、种植、提取、销售等，持续聚焦心脑血管、消化代谢、肿瘤三大疾病领域。公司自行研制成功具有国际先进水平的大型自动化滴丸生产线，主导产品复方丹参滴丸以药品身份进入韩国、越南等国家和地区的医药市场，在马来西亚、南非等国家地区建立公司，形成多层次的营销体系。
- 公司2020年销售人员为5287人，占比57%，生产人员为1656人，占比18%，技术人员为1295人，占比14%。

公司主要产品

公司人员结构

治疗领域	批准文号	产品	适应症	医保
心脑血管	国药准字Z10950111	复方丹参滴丸	气滞血瘀所致的胸痹、冠心病心绞痛	是
心脑血管	国药准字Z20063808	养血清脑颗粒(丸)	血虚肝旺所致的头痛眩晕、心烦易怒、失眠多梦	是
心脑血管	国药准字Z20030139	芪参益气滴丸	气滞血瘀所致的胸痹、冠心病心绞痛	是
心脑血管	国药准字Z20060463	注射用益气复脉	冠心病劳累性心绞痛气阴两虚证、冠心病所致慢性左心功能不全II、III级气阴两虚证	是
心脑血管	国药准字Z20110011	注射用丹参多酚酸	中风病中经络(轻中度脑梗死)恢复期瘀血阻络证	是
心脑血管	国药准字S20110003	重组人尿激酶原	急性ST段抬高心肌梗死	是
肿瘤	国药准字H20040637	替莫唑胺胶囊	新诊断的多形性胶质母细胞瘤，开始先与放疗联合治疗，随后作为辅助治疗。常规治疗后复发或进展的多形性胶质母细胞瘤或间变性星形细胞瘤。	是
肿瘤	国药准字H20203704	吉非替尼片	单药适用于具有表皮生长因子受体(EGFR)基因敏感突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌(NSCLC)	是
精神神经类	国药准字H20070069	右佐匹克隆片	失眠	是
泌尿领域	国药准字H20193416	他达拉非片	男性勃起功能障碍	—

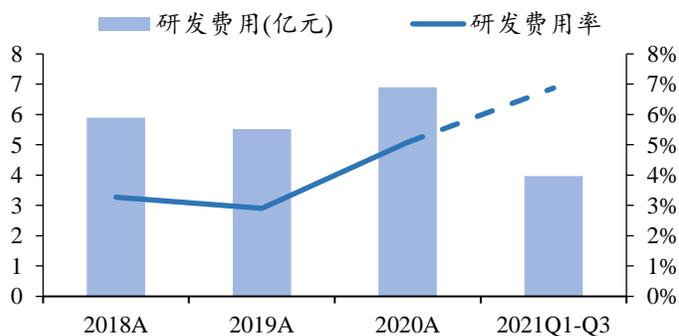


资料来源: Wind, 公司年报, 公司公告, 华安证券研究所

6.3 天士力创新中药管线

- 公司产品管线丰富，核心布局在心脑血管、消化代谢以及肿瘤领域，分别布局21、21和12个在研项目和产品。
- 公司持续加大研发投入，研发费用从2018年的5.89亿元持续增长至6.89亿元，年复合增长率为8.19%。2021年前三季度研发费用为3.97亿元，研发费用率增长至为6.87%。

研发费用情况 (亿元)



资料来源: Wind, 医药魔方, 华安证券研究所

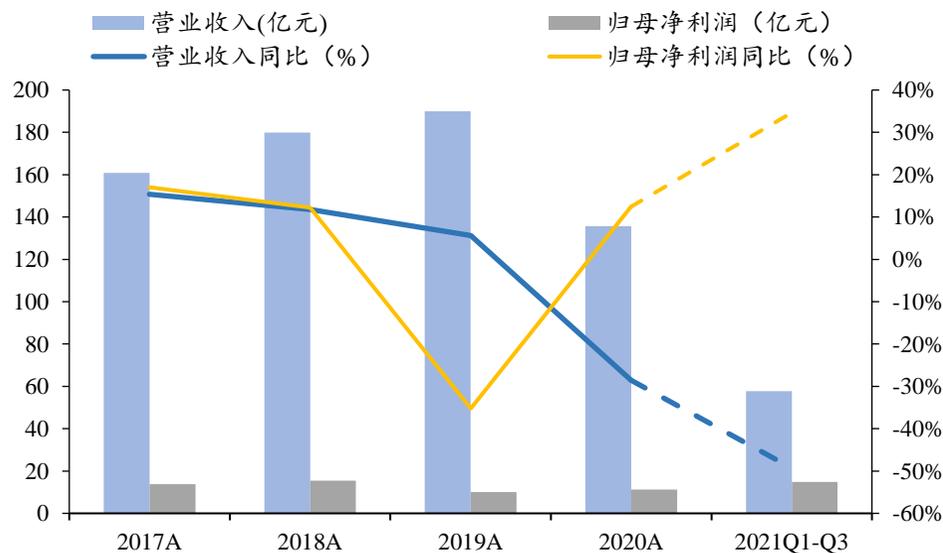
公司产品管线

药品	靶点	作用机制	临床前 > 申报临床 > I期临床 > II期临床 > III期临床 > 申请上市 > 批准上市	公司	适应症
upacalcet	CasR	CaSR调节剂	全球 中国	JW Pharmaceutical; EA Pharma; 天士力; Sanwa Kagaku Kenkyusho	慢性肾病继发性甲状旁腺功能亢进
普佑克	proUK	重组proUK	全球 中国	天士力	缺血性卒中; ST段抬高型心肌梗死; 肺栓塞
养血清脑	not available	NA	全球 中国	天士力	紧张性头痛, 阿尔茨海默病
芪参益气	not available	NA	全球 中国	天士力	冠心病; 慢性心力衰竭
T89 [微创新]	--	--	全球 中国	Arbor Pharmaceuticals; 天士力	心绞痛; 非增殖性糖尿病视网膜病变; 高山病; 新型冠状病毒感染
聚乙二醇化艾塞那肽	GLP-1R	GLP-1R激动剂	全球 中国	源核生物; 天士力	I型糖尿病; 肥胖; 阿尔茨海默病; 心血管风险
rexlemestrol-L	not available	干细胞疗法	全球 中国	天士力; Mallinckrodt; Mesoblast; Cephalon	射血分数降低的心力衰竭; 类风湿性关节炎; 椎间盘突出; 糖尿病肾病
PXT3003	--	--	全球 中国	Pharmext; 天士力	肺动脉高压1A型
rhPDGF-BB [生物类似药]	PDGF	重组PDGF	全球 中国	成功药业; 天士力	参考原研
优克那非	PDE5	PDE5抑制剂	全球 中国	扬子江药业; 天士力	勃起功能障碍
PB-201	glucokinase	glucokinase激活剂	全球 中国	源核生物; Pfizer	I型糖尿病; II型糖尿病
伊组生长激素	GH	GH-Fc融合蛋白	全球 中国	天境生物; Genexine; 天士力; 济川药业	生长激素缺乏症
TG1050	HBV	HBV疫苗	全球 中国	Transgene; 天士力前世杰	慢性乙肝
GX-G6	GLP-1, GLP-1R	GLP-1R激动剂/ GLP-1-Fc融合蛋白	全球 中国	石药集团; 天境生物; 天士力; Genexine	I型糖尿病; 肥胖
MPC-25-1C	not available	干细胞疗法	全球 中国	天士力; Mesoblast	心肌梗塞

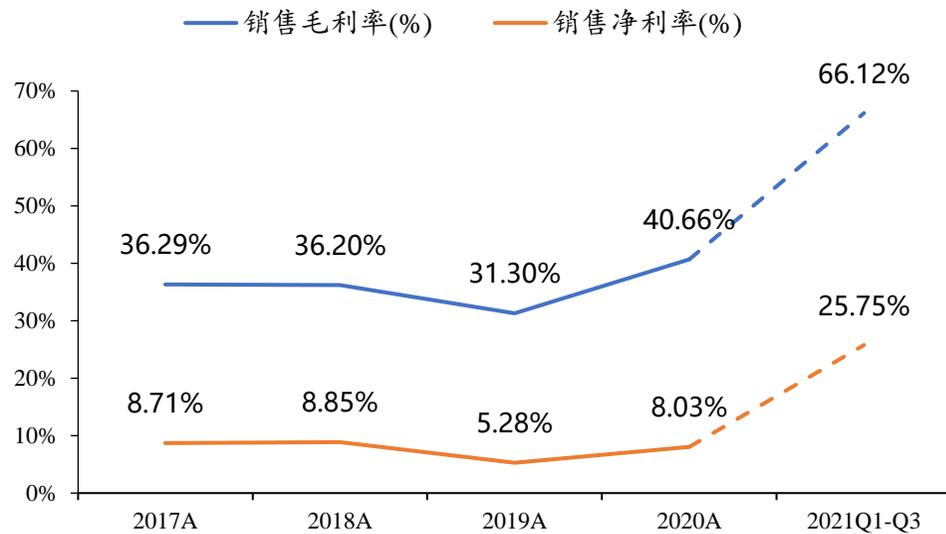
6.3 天士力财务分析

- 公司营业收入从2017年的160.94亿元减少至2020年的135.76亿元，归母净利润从2017年13.77亿元减少至2020年的11.26亿元。2021年前三季度营业收入为57.70亿元（-49.35%），归母净利润为14.81亿元（+34.65%）。
- 公司近两年毛利率和净利率大幅增长，毛利率从2017年36.29%上升至2020年的40.66%，同期净利率由8.71%下降至8.03%；随后毛利率和净利率持续上升，2021年前三季度增长至66.12%、25.75%。

营业收入情况



毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

6.4 方盛制药 (603998.SH)

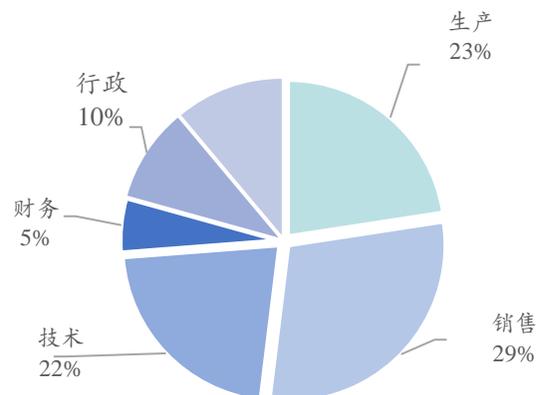
- 公司成立于2002年，2009年完成股份制改造，2014年于上海证券交易所挂牌上市，是一家集医药工业、医疗服务、大健康业务于一体的高品质、综合性、科研型医药健康产业集团。主要从事心脑血管中成药、骨伤科药、儿科药、妇科药、抗感染药等药品的研发、生产与销售。

- 公司2020年销售人员为771人，占比29%，生产人员为593人，占比23%，技术人员为574人，占比22%。

公司主要产品

公司人员结构

治疗领域	批准文号	产品	适应症	医保
心脑血管	国药准字Z20064307	血塞通分散片	活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量功效	是
心脑血管	国药准字Z20050272	银杏叶分散片	适用于高血压，头晕目眩，腰膝酸痛，筋骨痠软等症	否
骨科	国药准字Z20090570	藤黄健骨片	肥大性脊椎炎，颈椎病，跟骨刺，增生性关节炎，大骨节病	是
骨科	国药准字Z20153022	跌打活血胶囊	舒筋活血，散瘀止痛	是
妇科	国药准字Z20100046	金英胶囊	慢性盆腔炎等	否
妇科	国药准字Z20050279	黄藤素分散片	妇科炎症，菌痢，肠炎，呼吸道及泌尿道感染，外科感染，眼结膜炎	否
妇科	国药准字H20061227	奥硝唑阴道栓	细菌性阴道病，滴虫性阴道炎	否
儿科	国药准字Z20190021	小儿荆杏止咳颗粒	小儿外感风寒化热轻度急性支气管炎引起的咳嗽，咯痰，痰黄、咽部红肿、发热等症	是
抗微生物药	国药准字H20093161	头孢克肟片	对头孢克肟敏感的链球菌属（肠球菌除外），肺炎球菌等引起的细菌感染性疾病	是
抗微生物药	国药准字H20093886	头孢丙烯片	敏感菌所致的轻、中度感染	是
传染科	国药准字H20150051	阿德福韦酯分散片	治疗有乙型肝炎病毒活动复制证据，并伴有血清氨基转移酶（ALT或AST）持续升高或肝脏组织学活动性病变的肝功能代偿的成年慢性乙型肝炎患者	是



资料来源：Wind，公司年报，公司公告，华安证券研究所

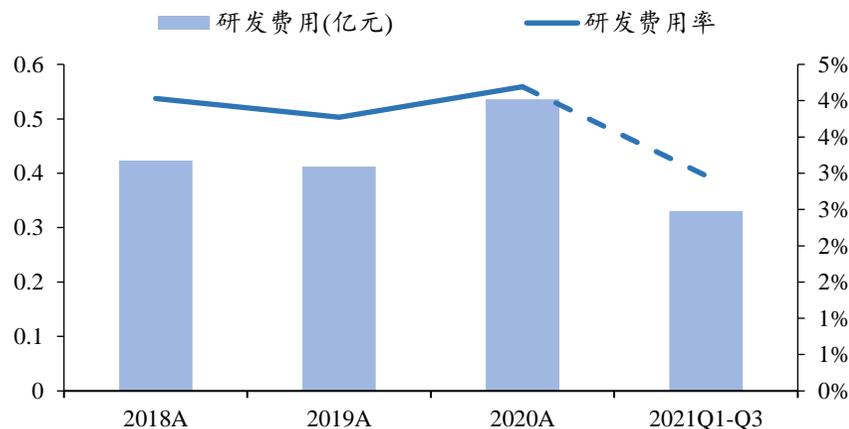
6.4 方盛制药创新药管线

- 公司产品丰富，主要领域包括：抗感染、抗肿瘤、心脑血管、消化系统、骨科、儿科等；共有在研产品 14 个、已申报产品 2 个，其中化药 1.1 类注射用迪安替康钠已批准临床，待药品上市许可申请，中药 1.1 类金古乐片已进行药品上市许可申请。
- 公司持续加大研发投入，研发费用从 2018 年的 0.42 亿元增长至 0.54 亿元，年复合增长率为 12.52%。2021 年前三季度研发费用为 0.33 亿元，研发费用率增长至为 2.97%。

公司核心产品在研管线

类别	产品	适应症	研发阶段
新中药 1.1 类	金古乐片	膝骨关节炎（筋脉瘀滞证）	已进行药品上市许可申请
化药 1.1 类	注射用迪安替康钠	晚期结直肠癌	已批准临床，待进行药品上市许可申请
生物制品 1 类	重组人角质细胞生长因子-2	角膜疾病，干眼病	I 期临床

研发费用情况（亿元）

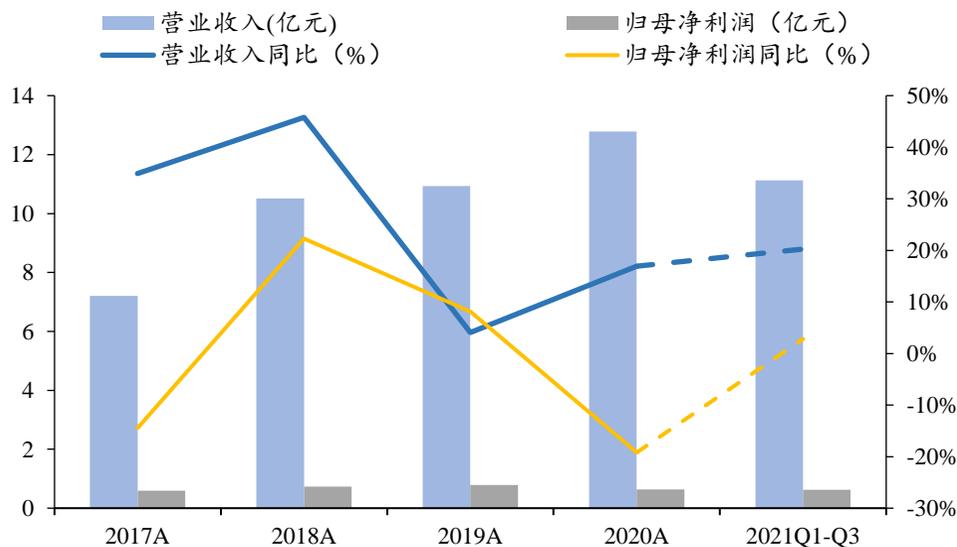


资料来源：Wind，公司年报，医药魔方，华安证券研究所

6.4 方盛制药财务分析

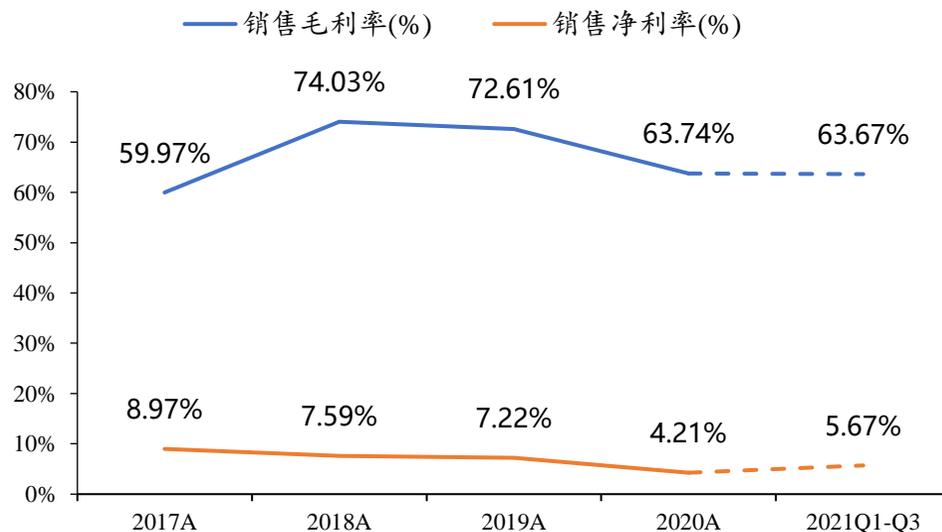
- 公司营业收入从2017年的7.21亿元持续增长至2020年的12.79亿元，年复合增长率为21.06%；归母净利润从2017年0.60亿元增长至2020年的0.64亿元，年复合增长率为2.25%。2021年前三季度营业收入为11.13亿元（20.29%），归母净利润为0.62亿元（+2.87%）。

营业收入情况



- 公司毛利率从2018年74.03%逐步降低至63.74%，同期净利率由7.59%下降至4.21%。2021年前三季度毛利率为63.67%，净利率增长至5.67%，全年有望实现毛利率和净利率回升。

毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

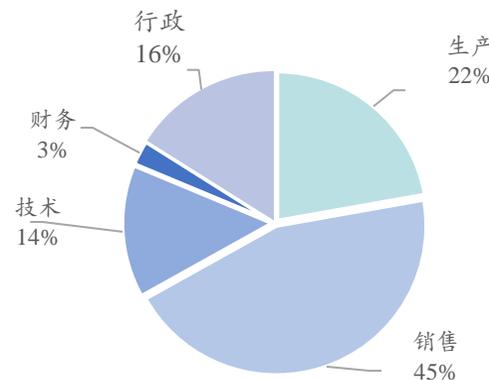
6.5 新天药业 (002873.SZ)

- 公司成立于1995年，2017年于深圳证券交易所上市，是一家专注于中成药新药研产销一体化的国家高新技术企业，主要聚焦于妇科类、泌尿系疾病类疾病用药，同时涵盖口腔类、乳腺甲状腺类、抗感冒类抗肿瘤类等领域疾病中成药产品，拥有通过GMP认证八个剂型生产线及中药饮片A线、B线两条饮片生产线。公司在全国26个省、自治区、直辖市建立销售网点，与国内数百家大型医药商业公司建立长期稳定的战略合作伙伴关系，产品覆盖8000余家医疗单位。
- 公司2020年销售人员为471人，占比45%，生产人员为234人，占比22%，技术人员为152人，占比14%。

公司主要产品

公司人员结构

类别	批准文号	药品名称	适应症	医保
抗肿瘤	国药准字Z20025501	欣力康颗粒/胶囊	癌症放化疗的辅助治疗	—
妇科	国药准字Z20000083	坤泰胶囊	绝经期前后诸证阴虚火旺者、妇女卵巢功能衰退更年期综合征	是
妇科	国药准字Z20050058	苦参凝胶	滴虫性阴道炎及阴道霉菌感染等妇科慢性炎症	是
妇科	国药准字Z20100037	调经活血胶囊	气滞血瘀兼血虚所致月经不调、痛经	是
泌尿	国药准字Z20025442	宁泌泰胶囊	湿热蕴结所致淋证，以及下尿路感染、慢性前列腺炎	是
泌尿	国药准字Z20060225	热淋清片	湿热蕴结，小便黄赤、淋漓涩痛之症，尿路感染、肾盂肾炎见上述症候者	是
口腔	国药准字Z20025005	龙掌口含液	口臭、复发性口疮（口腔溃疡）、牙龈炎、牙周炎	—
乳腺甲状腺	国药准字Z19990052	夏枯草口服液	火热内蕴所致的头痛、眩晕、瘰疬、癭瘤、乳痛肿大、甲状腺肿大、淋巴结核、乳腺增生病见上述症候者	是
抗感冒	国药准字Z20050407	感冒止咳胶囊	感冒或流感发热，头痛鼻塞，伤风咳嗽，咽痛，肢痛	—
清热	国药准字Z52020064	黄柏胶囊	湿热泻痢，黄疸，带下，热淋，脚气，痿痹，骨蒸癆热，盗汗，遗精，疮疡肿毒，湿疹瘙痒	—
补血	国药准字Z20090846	当归益血口服液	贫血，头晕，心悸健忘，妇女月经不调，产后血虚、体弱	—



资料来源：Wind，公司年报，公司公告，华安证券研究所

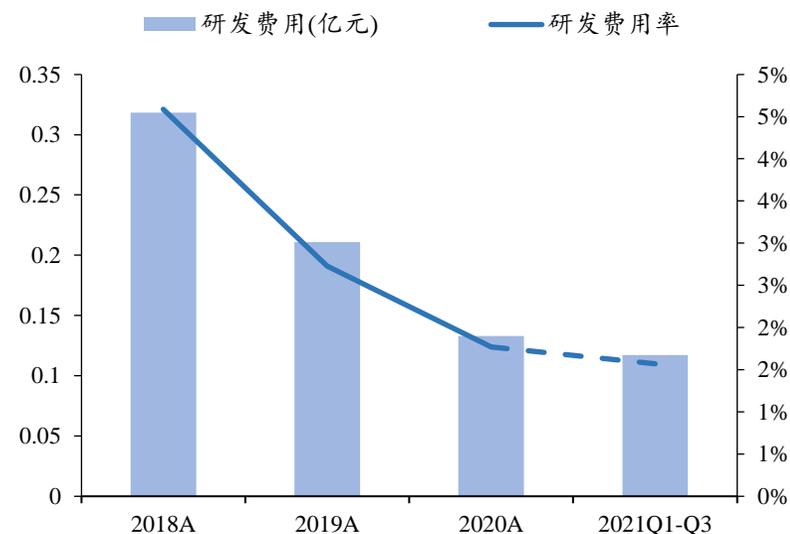
6.5 新天药业创新中药管线

- 公司主导产品中，坤泰胶囊、宁泌泰胶囊属于中药1类新药范畴，均已获批上市。主要在研项目有术愈通颗粒（非胃肠吻合术后肠麻痹）、龙苓盆腔舒颗粒（盆腔炎性疾病后遗症）和苦荬洁阴凝胶（细菌性阴道病）3个中药新药，均已完成III期临床试验。
- 公司研发费用从2018年的0.32亿元减少至0.13亿元。2021年前三季度研发费用为0.12亿元，研发费用率为1.57%。

公司核心产品在研管线

类别	产品	适应症	研发阶段
中药1类	坤泰胶囊	膝骨关节炎 (筋脉瘀滞证)	获批上市
中药1类	宁泌泰胶囊	晚期结直肠癌	获批上市
中药6类	术愈通颗粒	非胃肠吻合术后肠麻痹	已完成III期临床
中药6类	龙苓盆腔舒颗粒	盆腔炎性疾病后遗症	已完成III期临床
中药6类	苦荬洁阴凝胶	细菌性阴道病	已完成III期临床

研发费用情况 (亿元)

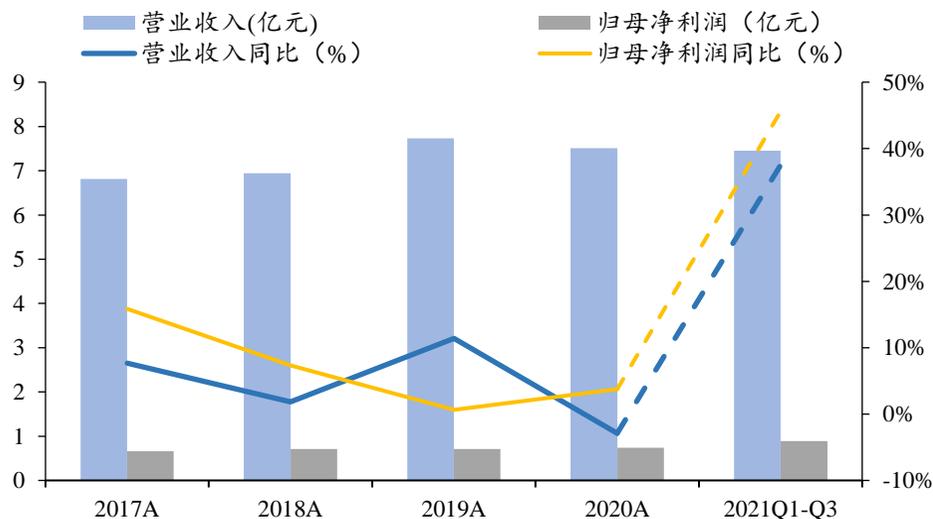


资料来源：Wind，医药魔方，公司年报，华安证券研究所

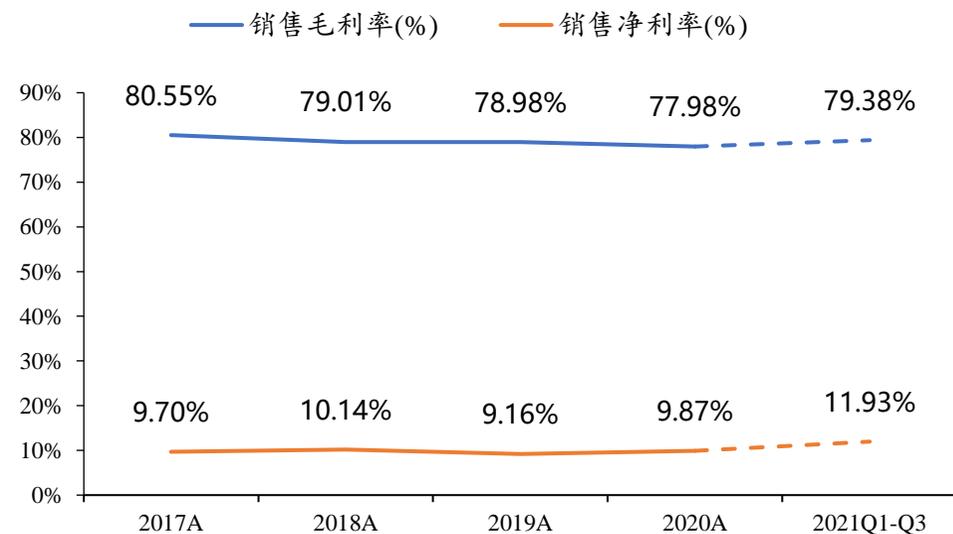
6.5 新天药业财务分析

- 公司营业收入从2017年的6.82亿元增长至2020年的7.51亿元，年复合增长率为3.28%；归母净利润从2017年0.66亿元增长至2020年的0.74亿元，年复合增长率为3.87%。2021年前三季度营业收入为7.45亿元（37.54%），归母净利润为0.89亿元（+45.66%）。
- 公司毛利率从2017年80.55%逐步降低至2020年77.98%，同期净利率由9.70%上升至9.87%。2021年前三季度毛利率和净利率，均有所回升，分别增长至79.38%、11.93%。

营业收入情况



毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

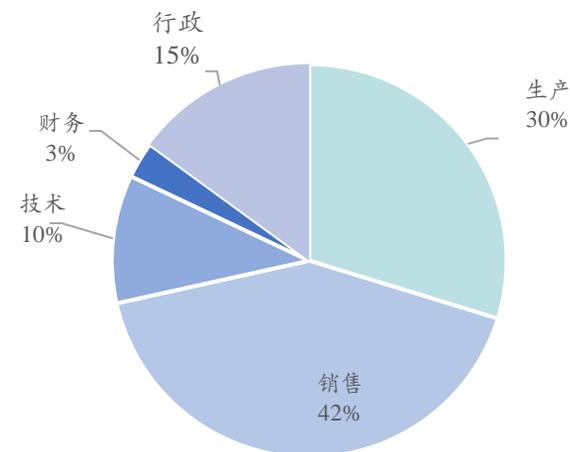
6.6 健民集团 (600976.SH)

- 健民集团的前身为始创于明崇祯十年（1637年）的叶开泰。1953年6月1日叶开泰改造为武汉健民药厂，2004年在上海证券交易所上市。集团在2005年-2015年间进行较频繁的股权收购计划，使公司合并范围不断扩大，收入规模进一步加大。其中，2006年集团参股武汉健民大鹏药业（国内唯一体外培育牛黄供应商）。公司为中华老字号企业，拥有“健民”、“龙牡”、“叶开泰”三大品牌。主导品种龙牡壮骨颗粒为集团的独家产品，是儿童健康成长药物领域的知名品牌。
- 公司2020年销售人员为752人，占比41.75%，生产人员为536人，占比29.76%，技术人员为190人，占比10.55%。

公司主要产品

产品线	主要产品
儿科产品线	龙牡壮骨颗粒、小儿宝泰康颗粒、小儿宣肺止咳颗粒、小儿解感颗粒等
妇科产品线	健脾生血颗粒、健脾生血片、小金胶囊等
特色中药产品线	健胃消食片、健民咽喉片、拔毒生肌散等
参股公司产品	安宫牛黄丸

公司人员结构



资料来源：Wind，公司年报，公司公告，华安证券研究所

6.6 健民集团创新中药管线

● 1.1类创新药七蕊胃舒胶囊2021年12月31日创新中药获批

1.1类创新药七蕊胃舒胶囊是在医疗机构制剂基础上研制的中药创新药，开展了随机、双盲、阳性药平行对照、多中心临床试验。临床试验研究结果显示可用于轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛的治疗。

七蕊胃舒胶囊组方来源于中国中医科学院广安门医院的院内制剂，具有良好的临床应用基础。并且药理毒理研究及临床试验研究数据表明，七蕊胃舒胶囊在治疗慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀滞证方面疗效显著，尤其是在改善胃脘疼痛、中医证候等方面，疗效显著优于阳性对照药，并且安全性好，具有较好的临床应用价值。

● 新品种获批丰富公司产品线，整体研发工作稳步推进

七蕊胃舒胶囊累计投入研发费用约为人民币2704.82万元，成功获批上市后将进一步丰富公司相关治疗领域产品线，有利于提升公司核心竞争力。

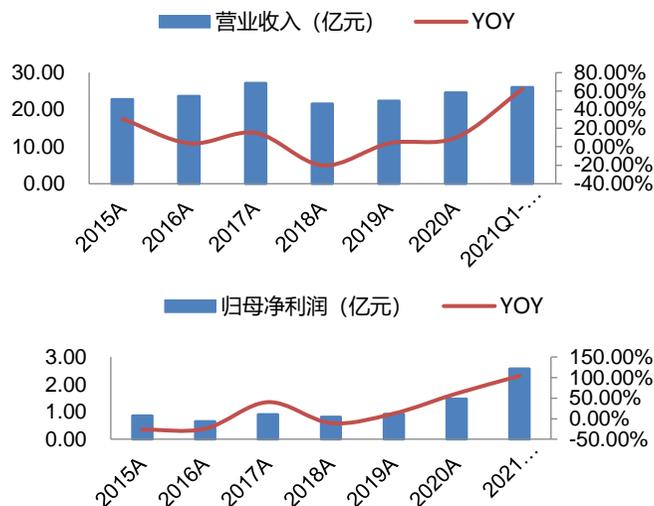
后续公司整体研发工作稳步推进中，其中包括**中药1.1类新药利胃胶囊**已进入申报生产后的药审中心专业评审；**小儿止咳糖浆及牛黄小儿退热贴**Ⅲ期临床研究进展顺利等。

6.6 健民集团财务分析

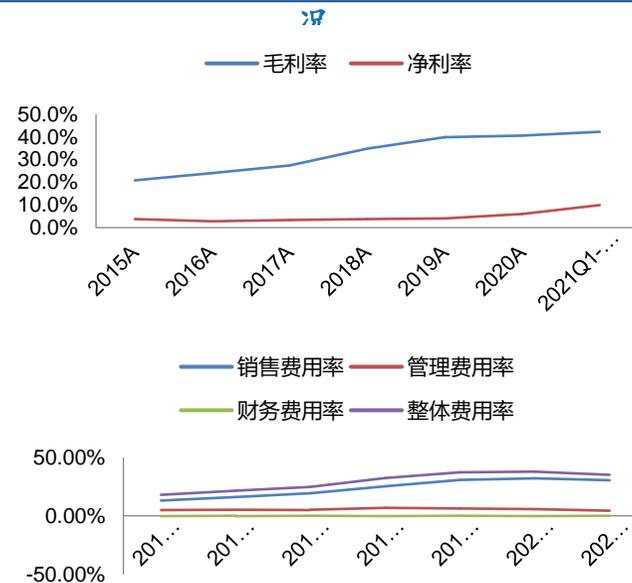
• 2020年在新冠疫情影响下，公司实现收入24.5亿元，同比增长9.7%，归母净利润1.48亿元，同比增长61.5%。而2021年更是迎来爆发式增长，2021前三季度收入26.1亿元，同比增长62.2%；而归母净利润为2.6亿元，同比增长104.4%，前三季度已经超过2020年全年业绩。其中近4个季度都达到8亿以上收入。

• 毛利率逐年提升，公司整体毛利率从2015年的20.8%提升到2021前三季度的42.3%。同时公司近三年也开始逐步在销售端发力，2020年销售费用率为近年最高的32%，2021前三季度开始有所回落。

营业收入及净利润 (亿元) 情况



毛利率/净利率及各项费率情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

7. 中药创新药估值方法探讨

1. 中药创新药：完全不给估值不合理；
2. 是否适合DCF？有待继续探讨。

某创新药公司估值DCF法举例

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业额 (亿元)	2.25	8.52	33.30	77.20	93.32	111.34	121.70	132.54	141.04	142.61
		278%	291%	132%	21%	19%	9%	9%	6%	1%
产品1		5.04	19.14	45.39	54.71	58.17	55.74	50.73	46.95	41.54
产品2			9.52	17.01	20.66	23.79	23.51	21.42	18.39	15.80
产品3	2.25	3.48	4.64	5.76	6.88	6.39	5.90	5.65	5.62	4.47
产品4				9.03	9.07	12.99	16.54	19.74	15.08	10.80
其他					2.00	10.00	20.00	35.00	55.00	70.00
自由现金流 (亿元)	0.68	2.56	9.99	23.16	28.00	33.40	36.51	39.76	42.31	42.78
折现年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
FCF现值 (亿元)	0.61	2.11	7.50	15.82	17.38	18.85	18.73	18.55	17.94	16.49
现值总额		134.01								
永续期价值现值 (亿元)		210.31								
WACC		10%								
永续增长率		2%								
总计 (亿元)		344.32								

资料来源：wind，国家统计局，《估值：难点、解决方案及相关案例（原书第3版）》，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

8. 风险提示

- **政策不确定性：**

政策推进速度和市场不确定性的可能导致收入和利润增长低于预期。

- **原材料供应波动的不确定性：**

中药生产一直依赖中药材原料，而原材料大部分属于自然动植物，其在种植或者养殖中极易受到天气、自然灾害等诸多因素的影响。因此中药原料价格上涨可能存在波动性。

- **市场竞争程度的不确定性：**

中药市场竞争较大，公司品牌竞争力会随着替代品的加入而下降，从而面临利润空间下降的风险。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。



谢谢！