

中国中药 (00570.HK)

中药配方颗粒龙头优势明显，优先受益行业扩容

2022年06月13日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

蔡明子（分析师）

古意涵（联系人）

caimingzi@kysec.cn

guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121020007

日期	2022/6/10
当前股价(港元)	4.000
一年最高最低(港元)	6.740/3.280
总市值(亿港元)	201.43
流通市值(亿港元)	201.43
总股本(亿股)	50.36
流通港股(亿股)	50.36
近3个月换手率(%)	23.93

股价走势图



数据来源：聚源

● 中药配方颗粒龙头先发优势明显，首次覆盖，给予“买入”评级

中药配方颗粒行业结束试点，有望迎来量价齐升，中国中药占据中药配方颗粒市场半壁江山，拥有明显先发优势，有望优先受益行业扩容，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 21.86/26.20/32.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.43/0.52/0.64 元/股，当前股价对应 PE 分别为 7.9/6.6/5.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 中药配方颗粒市场有望量价齐升，接受度提升是扩容关键

2021 年 11 月 1 日起中药配方颗粒试点阶段结束，销售范围拓宽带来量的增长，当量成本提升、原材料价格上涨带来价的增长，中药配方颗粒有望迎来量价齐升，我们预计 2024 年中药配方颗粒有望达到 650 亿元，量的提升为主要推动力，接受度提升是行业扩容的关键。随着部分省（市、区）陆续将中药配方颗粒挂网，我们认为集采有望加速落地，但由于中药配方颗粒相较中药饮片的价格提升幅度不大，预计未来集采后降价幅度不大。

● 公司为中药配方颗粒龙头，在上游、生产端、销售端、医保端皆具备优势

中国中药占据中药配方颗粒市场半壁江山，拥有明显先发优势：在上游拥有 GACP 中药材种植基地优势；生产端备案品种数量远多于竞争对手、产能充足、生产流程规范；销售端通过投放配药机快速拓展医疗机构客户，存量客户收入稳健增长；医保端优先纳入报销企业名单。由此，公司有望优先享受行业扩容。

● 中药大健康全产业链形成强业务协同性，增强中药配方颗粒业务竞争力

公司于全国范围内布局打造中药大健康全产业链，6 大业态产品布局业务协同性强。成药板块在临床渠道通过循证医学研究保持领先地位，在 OTC 渠道加大药房终端推广实现销售增长。中药饮片板块通过陆续收购多地饮片企业扩大布局，上游布局 GACP 中药材基地，生产端产能优势明显，销售端大力开发医疗机构实现增量增长，出口业务在 2021 年实现重大突破。国医馆综合服务、中药材综合业务、中药大健康产品业务布局快速推进，收入有望快速增长。

● 风险提示：备案推进影响销售进度风险；中药配方颗粒行业竞争加剧风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,806	19,053	21,546	25,394	30,001
YOY(%)	3.4	28.7	13.1	17.9	18.1
净利润(百万元)	1,663	1,933	2,186	2,620	3,220
YOY(%)	4.7	16.2	13.1	19.9	22.9
毛利率(%)	61.6	62.1	61.7	61.7	61.8
净利率(%)	11.2	10.1	10.1	10.3	10.7
ROE(%)	9.2	9.8	10.0	10.7	11.6
EPS(摊薄/元)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
P/E(倍)	10.3	8.9	7.9	6.6	5.3
P/B(倍)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所 注：汇率为 2022 年 6 月 13 日值，即港币:人民币=1.2:1

目 录

1、 持续收购下形成中药全产业链布局，业绩快速增长.....	4
1.1、 中国中药持续完善中药全产业链布局	4
1.2、 股权控制集中，董事会及高管成员皆具备深厚中药企业管理背景.....	4
1.3、 财务数据：收入较快增长，盈利能力稳健	5
2、 中药大健康全产业链形成强业务协同性，提升中药配方颗粒业务竞争力.....	8
2.1、 公司拥有中药全产业链布局	8
2.2、 成药：临床渠道通过循证医学研究保持领先地位，OTC 渠道加大药房终端推广实现销售增长	10
2.3、 中药饮片：陆续收购扩大布局，业务协同性强.....	12
2.4、 中医药大健康和产地综合业务：培育初期收入快速增长.....	14
3、 中药配方颗粒业务先发优势明显，龙头地位稳固	15
3.1、 销售范围大幅拓宽、当量成本及原材料成本上涨提升价格，中药配方颗粒市场有望量价齐升	15
3.2、 新国标、医保报销、挂网采购促进行业优质发展，量的提升为主要推动力，接受度提升是关键	20
3.3、 竞争格局：中国中药占据中药配方颗粒市场半壁江山.....	23
3.4、 中国中药具备明显先发优势，其龙头地位有望加固.....	24
4、 收入利润模型与投资建议	27
4.1、 收入拆分和利润模型	27
4.2、 盈利预测与投资建议	29
5、 风险提示	30
附：财务预测摘要	31

图表目录

图 1： 中国中药持续完善中药全产业链布局，打造原材料、产品、渠道优势.....	4
图 2： 中国中药股权控制集中，战略投资者精准赋能	5
图 3： 营业收入(亿元)保持较快增长，疫情后快速恢复.....	6
图 4： 归母净利润(亿元)保持较快增长，疫情后快速恢复.....	6
图 5： 毛利率整体保持较高水平，净利率随市场拓展有所下降.....	6
图 6： 销售费率持续上升助力市场开拓，其他费用率保持稳定.....	7
图 7： 疫情后应收账款增加导致经营现金流净额下降，2021 年有所改善.....	7
图 8： 公司现金余额较为充足	7
图 9： 应收账款周转天数由于疫情、基层医疗机构客户增加而增加，2021 年存货周转天数由于库存消化较快下降 ...	8
图 10： 中药配方颗粒为公司核心业务（单位：亿元收入）	9
图 11： 2016-2021 年中药配方颗粒收入占比保持 60%+.....	9
图 12： 2021 年中药配方颗粒毛利率和净利率皆为板块之首.....	10
图 13： 公司临床和 OTC 品规皆拥有较多核心品种	11
图 14： 成药收入 2016-2019 年稳健增长，2020 年受疫情影响，2021 年临床端增长较快（单位：亿元）	11
图 15： 2016-2021 年毛利率（%）波动上升，净利率（%）有所下滑.....	11
图 16： 中药饮片收入随陆续并购快速增长，2021 年业务结构优化成效显著.....	13
图 17： 中药饮片毛利率较为稳定，净利率由于业务处于发展初期仍处于较低水平	13
图 18： 中医药大健康收入保持较快增长	14
图 19： 毛利率在 40%左右波动，净利润由于新开国医馆固定费用较高、业务结构优化等因素仍处于亏损阶段.....	14
图 20： 产地综合业务收入高速增长	15
图 21： 产地综合业务盈利能力有望随业务规模扩大改善.....	15

图 22: 医院占医疗机构总数比仅 3.5%.....	16
图 23: 二级及以上中医医院占医院总数比不到 7%.....	16
图 24: 中国成都中药材价格指数自 2021 年 8 月快速上升.....	17
图 25: 2019 年我国规模以上中药饮片加工企业主营业务收入达到 1932 亿元.....	17
图 26: 假设下, 量升为市场规模增长的主要驱动力.....	20
图 27: 中国中药在中药配方颗粒备案品种数量方面优势明显 (数据截至 2022 年 5 月 31 日).....	25
图 28: 公司配药机投放持续增加.....	26
图 29: 配药机覆盖的医疗机构数量持续增加.....	26
表 1: 中国中药拥有中药全产业链布局.....	9
表 2: 公司传承多个祖铺老号.....	10
表 3: 公司通过循证医学研究投入保持各细分领域领先地位.....	12
表 4: 部分医院中药配方颗粒使用率快速提升.....	16
表 5: 新国标相较企标对于配方颗粒含量检测指标数量要求严格.....	16
表 6: 河南省开封市中医院常用中药品种的中药配方颗粒较中药饮片贵 68%.....	18
表 7: 部分文献指出相同规格中药配方颗粒价格为中药饮片的 1.5-4 倍.....	18
表 8: 对于相同规格中药饮片, 上市备案品种价格较地方批准品种价格平均贵 71.95%.....	19
表 9: 中药配方颗粒市场规模有望保持 20%+ 增速, 预计 2024 年达到 650 亿元.....	19
表 10: 医保报销纳入生产企业、支付医疗机构皆明显扩围, 各省市报销比例较高.....	20
表 11: 中药配方颗粒相较中药饮片的价格提升幅度不大.....	22
表 12: 6 家国家级中药配方颗粒试点生产企业各具特色.....	23
表 13: 湖北、安徽、河南、江西拥有试点企业较多.....	23
表 14: 《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》对中药配方颗粒生产厂家提出严格要求.....	24
表 15: 中国中药在上游布局、生产能力、国标制定、备案品种数量方面皆具备较强优势.....	26
表 16: 中国中药收入拆分及利润预测模型 (单位: 百万元人民币).....	27
表 17: 中国中药可比公司估值情况 (截至 2022 年 6 月 13 日).....	29
表 18: 中国中药盈利预测.....	29

1、持续收购下形成中药全产业链布局，业绩快速增长

1.1、中国中药持续完善中药全产业链布局

中国中药控股有限公司（以下简称“中国中药”，股票代码：0570.HK）的母公司为中国医药集团有限公司（以下简称“国药集团”）的全资子公司中国中药有限公司（以下简称“国药中药”）。

国药中药前身中国药材公司于1955年成立，负责全国中药的产、供、销综合平衡和行业管理，2003年并入国药集团，2013年2月控股上市中成药企业盈天医药（0570.HK），同年10月盈天医药收购贵州最大的中成药企业贵州同济堂制药有限公司，11月更名为中国中药。中国中药持续扩展业务板块：2015年10月中国中药收购天江药业及其旗下全资子公司一方制药，奠定其在中药配方颗粒领域的龙头地位；2015年11月冯了性国医馆正式营业，中国中药正式开展中医药大健康业务板块；2016年10月中国中药并购上海同济堂、贵州同济堂饮片，实现中药饮片与配方颗粒业务并驾齐驱；2017年后先后收购北京华邈等优质企业，并陆续在江西、陕西等地投建产地综合业务基地。基于以上业务拓展，公司拥有完善的中药全产业链布局，集科研、制造、销售为一体，拥有800多个成药品规、1500多个中药配方颗粒备案品种、400多个经典复方浓缩颗粒（专供出口），涵盖中药材种采、中药饮片、配方颗粒、中成药、中医药大健康等相关领域。

图1：中国中药持续完善中药全产业链布局，打造原材料、产品、渠道优势

并入国药集团，整合中医药企业后上市

1955年：成立中国中药的前身中国药材公司（简称“国药中药”），负责全国中药的产、供、销综合平衡和行业管理。

2003年：国药中药并入国药集团，成为国药集团全资子公司。

2006-2009年：盈天医药（0570.HK）整合冯了性药业、德众药业、环球制药等佛山地区中成药企业，实现整体上市。

2013年：国药集团通过国药中药控股盈天医药；盈天医药并购同济堂，进一步丰富中成药品种和市场占有率；盈天医药更名为中国中药。

持续完善中药全产业链布局，打造原材料、产品、渠道优势

2015年：收购天江药业及其旗下全资子公司一方制药，开拓中药配方颗粒领域，奠定了中国中药在中药配方颗粒领域的龙头地位。

2015年11月：冯了性国医馆正式营业，标志着公司中医药大健康板块正式起航。

2016年：先后完成对上海同济堂、贵州同济堂的并购，加大中药饮片业务布局，积极推进中药饮片与配方颗粒并驾齐驱。

2017-2018年：为进一步完善中药全产业链布局，先后收购北京华邈、福建承天金岭、四川国药天江、国药中联等优质企业，并陆续在江西、陕西、重庆、湖南、云南、黑龙江、山东、广西等地投建产地综合业务基地。

2018年：中药控股（上市公司）引入战略投资伙伴中国平安集团，共同探索大健康领域开发潜力。

2019年：举办“龙印中国药材”品牌战略发布会，正式以“龙印中国药材”商标统领旗下的种子种苗、中药饮片、中药配方颗粒、中成药、药食同源大健康产品等业务。

中药配方颗粒业务先发优势明显，有望优先受益行业扩容

2020年：新冠疫情期间，公司利用深耕多年的科研成果、生产工艺和质控体系，在疫情期间贡献力量并得到广泛认可，迎来了中药行业良好的发展机遇。

2021年：11月1日起结束中药配方颗粒的试点阶段，销售范围由二级以上中医院拓展至所有具备中医执业的各级医疗机构。中国中药占据中药配方颗粒市场半壁江山，在上游原材料布局、生产资质、销售渠道、医保等方面皆具备明显优势，有望优先受益行业扩容，迎来较快增长。

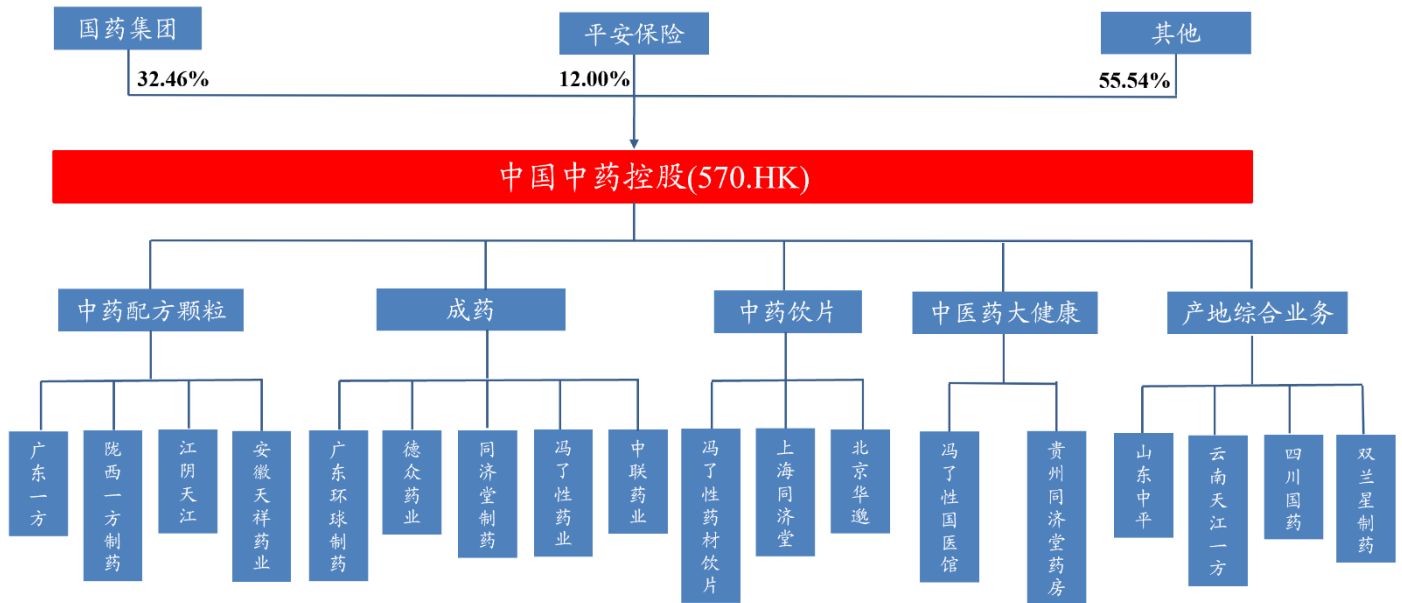
资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、股权控制集中，董事会及高管成员皆具备深厚中药企业管理背景

股权控制集中，战略投资者精准赋能：截至2021年12月，控股股东国药集团持有公司32.46%股权，公司股权结构集中，有利于公司长期的经营稳定性。中国平安于2018年5月入股公司，持有公司12%股权，中国平安拥有深厚客户基础、销售渠道及医疗健康领域的科技、平台与资源优势，助力公司大健康业务板块快速发展。

董事会及高管成员皆具备深厚中药企业管理背景:陈映龙先生自 2022 年 5 月 12 日任职董事会主席,在公司深耕多年,2010 年 8 月至 2018 年 4 月担任公司副总经理及董事会秘书,2018 年 12 月至 2020 年 5 月担任公司副总裁,具备深厚中药企业管理经验;执行董事兼副总裁杨文明先生自 1999 年持续深耕于国药集团,先后任职于国药集团总公司、中国医药工业有限公司、上海现代制药股份有限公司,医药企业管理经验丰富;执行董事兼总裁程学仁先生拥有专业中医背景,曾任广东省第二中医院医生、广东省中医研究所副所长,同时,程学仁先生曾任广东一方制药生产、销售副总经理,具备丰富中药企业管理经验。

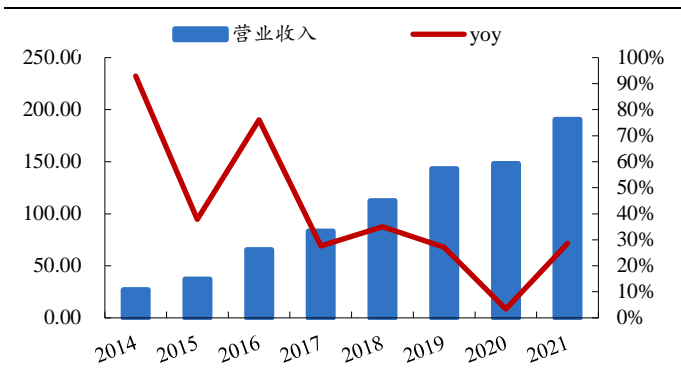
图2: 中国中药股权控制集中, 战略投资者精准赋能



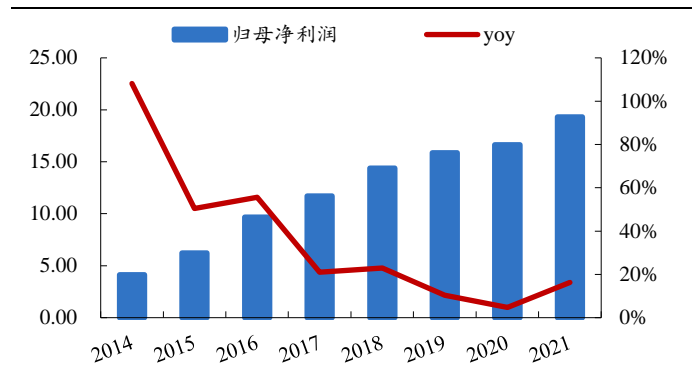
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

1.3、财务数据: 收入较快增长, 盈利能力稳健

营业收入和归母净利润保持较快增长, 疫情后快速恢复:公司营业收入从 2014 年的 26.90 亿元提升到 2019 年的 143.21 亿元, 对应 CAGR 39.7%。2014、2016 年由于分别并入了同济堂药业、天江药业, 导致营业收入同比增速高达 93%、76%。归母净利润自 2015 年的 6.22 亿元增加到 2019 年的 15.88 亿元, 对应 CAGR 30.9%。2020 年受疫情影响, 公司营业收入和归母净利润增速均放缓, 分别增长 3%、5%。2021 年集团业绩随疫情好转逐渐回暖, 中药配方颗粒由于市场认可度继续提高稳健发展, 成药业务快速恢复, 营业收入实现同比增长 28.7%, 归母净利润同比增长 16%。

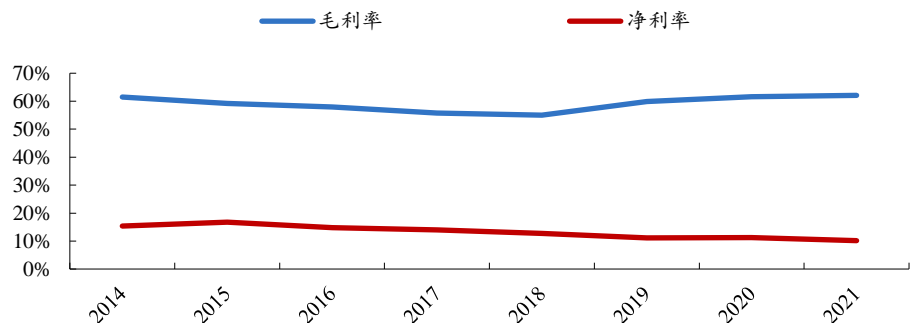
图3：营业收入(亿元)保持较快增长，疫情后快速恢复


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：归母净利润(亿元)保持较快增长，疫情后快速恢复


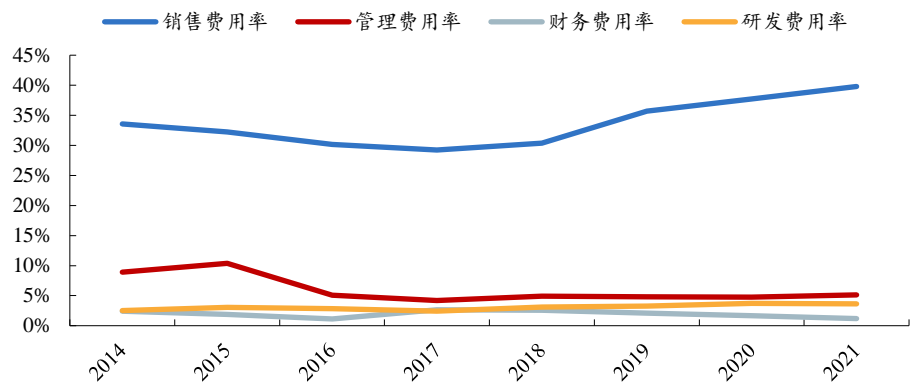
数据来源：公司公告、开源证券研究所

毛利率整体保持较高水平，净利率随市场拓展有所下降：从历年毛利率来看，中国中药毛利率稳定在较高水平，2014-2018年，毛利率从61.50%下降到55.01%，主要原因包括原材料成本上升、新收购公司的毛利率相对较低、中药配方颗粒及中药饮片生产基地布局初期盈利能力尚未显现；2019年起，公司生产规模化、集约化的优势，产品结构优化成效显著，毛利率在2018-2021年持续上升，从55.01%持续提升至62.09%。**净利率来看，**公司净利率在2014-2019年间呈下降趋势，从15.36%下降到11.09%，主要由于业务拓展下销售费用上升；2020年疫情下公司采取多种措施降本增效，净利率提升0.14pct，2021年由于中药配方颗粒销售范围大幅扩大，公司加大市场投入，导致净利率下降1.09pct至10.14%。

图5：毛利率整体保持较高水平，净利率随市场拓展有所下降


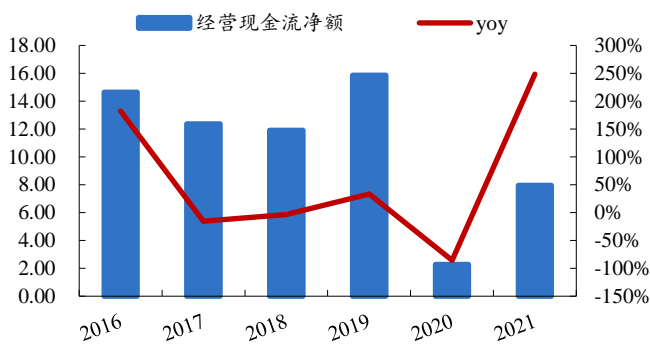
数据来源：公司公告、开源证券研究所

销售费用率持续上升助力市场开拓，其他费用率保持稳定：2017-2021年，公司销售费用率逐年上升，从29.23%提升至39.79%，主要由于公司加大对中药配方颗粒业务的市场投入、中药饮片和产地综合业务处于业务培育初期扩建销售团队等因素。管理费用率则呈现下降趋势，2016年下降明显的主要原因是2015年收购天江药业产生了专业服务费等阶段性费用。研发及开发支出近年维持在3%左右有微升趋势，主要由于公司加大了在质量标准研究、提升未来效益和效率研究方面的投入。财务费用率保持在2%左右，自2017年呈现下降趋势，从2.65%下降至2021年的1.17%。

图6：销售费用率持续上升助力市场开拓，其他费用率保持稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司经营活动产生的现金流净额和营业收入比例近年基本保持在 10%-15%，2020 年由于疫情影响，应收账款明显增加，导致经营现金流净额下降，2021 年由于应付账款有明显增加，导致经营现金流净额有所回升。从现金余额来看，2021 年底公司期末现金及现金等价物为 27.18 亿元，较为充足。

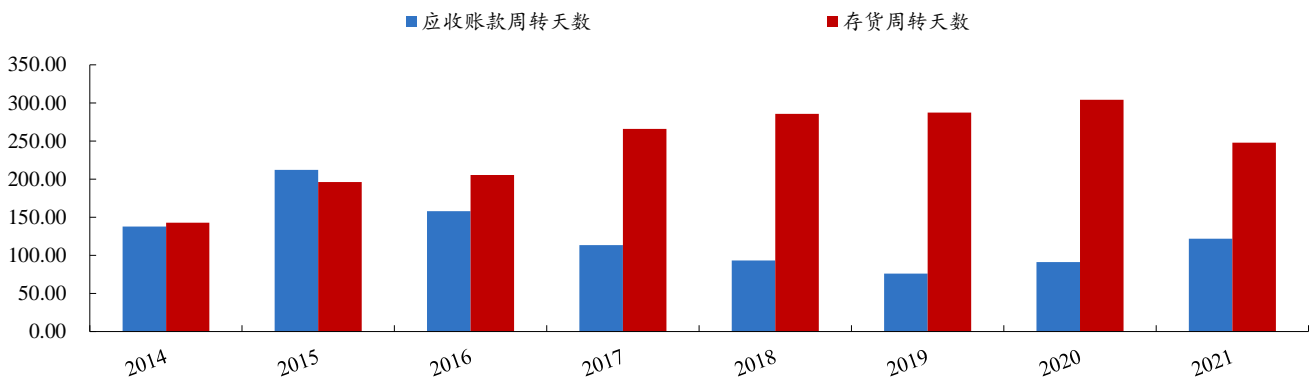
图7：疫情后应收账款增加导致经营现金流净额下降，2021 年有所改善
图8：公司现金余额较为充足


数据来源：公司公告、开源证券研究所



数据来源：公司公告、开源证券研究所

从营运能力来看，2015-2019 年公司应收账款周转天数持续下降，从 212 天下降至 76 天，2020 年起由于疫情原因应收账款增加，2021 年由于中药配方颗粒拓展业务布局，加大基层医疗机构市场开发，整体回款期拉长，导致应收账款周转天数陆续增加至 122 天。存货周转天数在 2014-2020 年逐步增加，主要由于中药配方颗粒业务需要储备较多原材料和制成品，2021 年由于收入增长较快，库存消化较快，促进存货周转天数降低至 248 天。

图9：应收账款周转天数由于疫情、基层医疗机构客户增加而增加，2021年存货周转天数由于库存消化较快下降


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、中药大健康全产业链形成强业务协同性，提升中药配方颗粒业务竞争力

2.1、公司拥有中药全产业链布局

公司总部位于广东佛山，于全国范围内布局打造中药大健康全产业链，按照业务板块分类：中药配方颗粒（69.5%，2021年收入占比）、成药（18.3%）、中药饮片（7.4%）、中医药大健康（4.0%）、产地综合业务（0.8%）。2021年，公司新增收入分类口径，将收入分为6大产品：中药配方颗粒（70.3%，2021年收入占比）、成药（16.7%）、中药饮片（7.7%）、中药材综合业务（4.0%）、国医馆综合服务（0.8%）、中药大健康产品（0.5%）。

(1) 中药配方颗粒为公司核心业务，自2015年合并天江药业后，中药配方颗粒取代了成药的核心业务地位，其收入占比从2015年的26.4%大幅上升至2016年的66.72%，近年持续保持60%+且呈现上升趋势。

(2) 成药为公司上市初期主营业务，2016-2021年收入CAGR 11%，呈现稳健增长趋势。2019年收入增速为26.48%，主要因为合并中联药业增加收入3亿元，剔除该因素的收入增速为15.36%，2020年疫情导致收入增速放缓，但2021年快速恢复至13.8%。

(3) 中药饮片业务自2016年底合并上海同济堂、贵州同济堂中药饮片，2018年并购北京华邈等4家企业，收入规模快速提升，收入占比从2016年的1.59%提升至2018年的11.32%，2019年公司优化业务结构，放弃低毛利业务，导致收入增速放缓，2020年疫情影响下医疗市场饮片、工业饮片需求皆缩减，导致收入负增长。2021年业务恢复情况较好，前期业务结构优化成效显著，收入同比增长14.6%。

(4) 中医药大健康业务自2017年1月公司完成贵州同济堂药房连锁药房60%股权收购开始发展，随着国医馆逐步开业贡献业绩，2017-2021年收入CAGR为25.56%，保持较快增长。

(5) 产地综合业务自2017年末在全国道地药材主要省份开始布局，主营配方颗粒和饮片生产、药材初步加工及贸易、饮片代煎业务，该业务发展迅速，其收入从

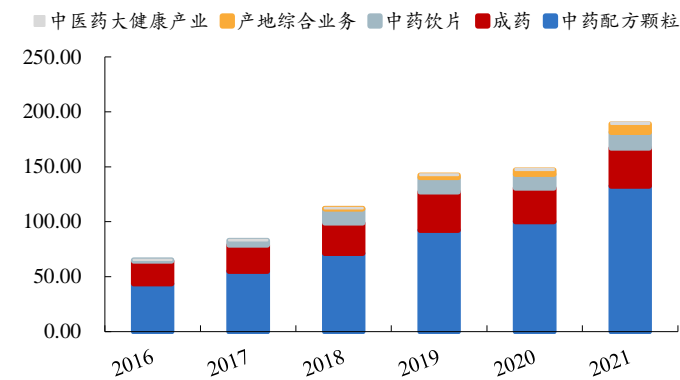
2018 年的 0.14 亿元快速增长至 2021 年的 7.67 亿元，2021 年实现了翻倍增长。

表1: 中国中药拥有中药全产业链布局

业务板块	主要内容	重点企业
中药配方颗粒	生产中药配方颗粒，销售给医疗机构	广东一方、陇西一方制药、江阴天江、安徽天祥药业
成药	生产、销售临床中成药品种和 OTC 中成药品种	广东环球、德众药业、贵州同济堂、冯了性药业、中联药业
中药饮片	中药饮片代煎、销售	冯了性药材饮片、上海同济堂、北京华邈
产地综合业务	中药饮片生产和销售、药材贸易业务	双兰星制药、四川国药天江药业、云南天江一方药业
中医药大健康业务	国医馆开展的特色专科、理疗康复和家用健康三线业务，包括推出中药汤料包、养颜调经茶等多个家用处方定制类商品以及火龙灸、艾脐灸等理疗新项目	冯了性国医馆、贵州同济堂药房连锁

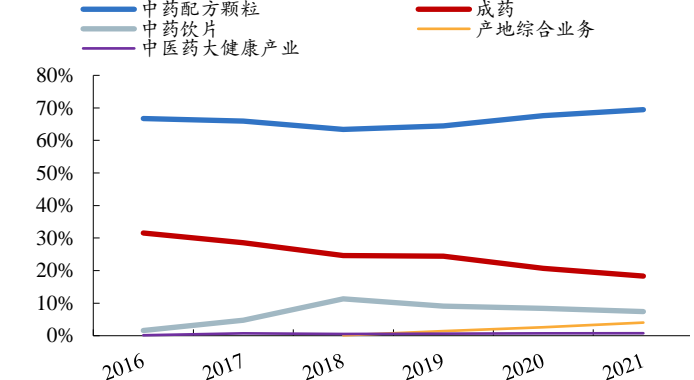
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图10: 中药配方颗粒为公司核心业务(单位: 亿元收入)



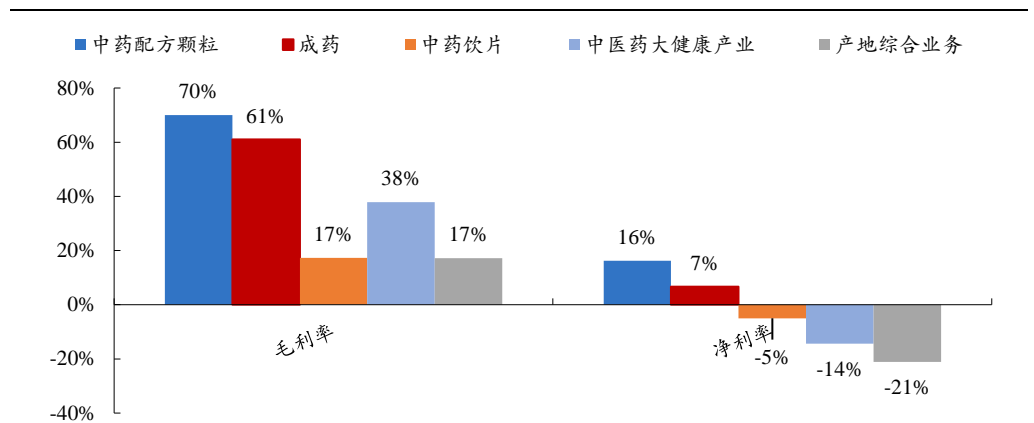
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11: 2016-2021 年中药配方颗粒收入占比保持 60%+



数据来源：公司公告、开源证券研究所

中药配方颗粒毛利率和净利率皆为板块之首，成药其次。2021 年，公司 5 大业务板块中盈利能力最强的为中药配方颗粒，毛利率达到 70%、净利率为 16%；其次为成药，毛利率为 61%，净利率为 7%。中药饮片毛利率为 17%，但由于营销投入、研发投入增加，净利率为-5%。中医药大健康业务毛利率相对较高，仅次于中药配方颗粒和成药，2021 年达到 38%，但由于处置 2 家国医馆确认资产减值损失等原因导致净利率为-14.4%。产地综合业务板块由于还处于业务起步阶段，净利润仍为亏损状态。

图12：2021年中药配方颗粒毛利率和净利率皆为板块之首


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、成药：临床渠道通过循证医学研究保持领先地位，OTC 渠道加大药房终端推广实现销售增长

公司汇集传统中药精髓，成药板块产品品类丰富。公司传承多个祖铺老号，拥有 3 个中华老字号、5 个驰名商标、4 个非物质文化遗产，以及 10 大全国独家基本药物。成药产品分为临床渠道和 OTC 渠道品种，临床渠道品种包含仙灵骨葆胶囊、玉屏风颗粒等 10 个核心品种，通过循证医学研究投入保持各细分领域领先地位；OTC 渠道品种包含鼻炎康片、冯了性风湿跌打药酒等 11 个核心品种，通过加大连锁药房等终端推广资源投放实现销售增长。

表2：公司传承多个祖铺老号

老字号/商标等	具体名称
祖铺老号	梁仲弘腊丸馆、冯了性、同济堂、源吉林
3 个中华老字号	冯了性、安宁、同济堂
5 个驰名商标	仙灵、同济堂、仙灵骨葆、天江药业、德众
4 个非物质文化遗产	同济堂中药文化、冯了性风湿跌打药酒、少林跌打止痛膏、源吉林甘和茶
10 大全国独家基本药物	仙灵骨葆胶囊、颈舒颗粒、风湿骨痛胶囊、七厘胶囊、润燥止痒胶囊、枣仁安神胶囊、玉屏风颗粒、鼻炎康片、金叶败毒颗粒、鳖甲煎丸

资料来源：公司年报、公司官网、开源证券研究所

图13: 公司临床和 OTC 品规皆拥有较多核心品种

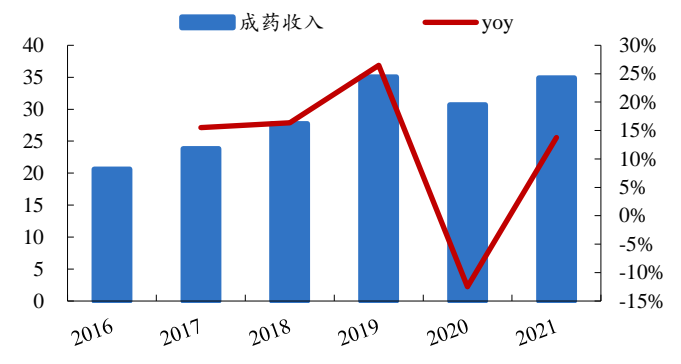


资料来源: 公司官网、开源证券研究所

成药业务收入 2016-2019 年稳健增长, 2020 年受疫情影响下降, 2021 年临床端增长较快。成药业务收入在 2017-2018 年保持 16% 出头的稳健增长, 2019 年由于合并中联药业实现 26% 的高增长, 2020 年由于疫情收入下滑 12.5%, 但公司自 2020 年下半年调整销售策略, 2021 年深入推进临床品规大品种且开发医院用户, 实现 2021 年成药收入增长 13.8%, 主要临床品规产品营业额皆有所增长。

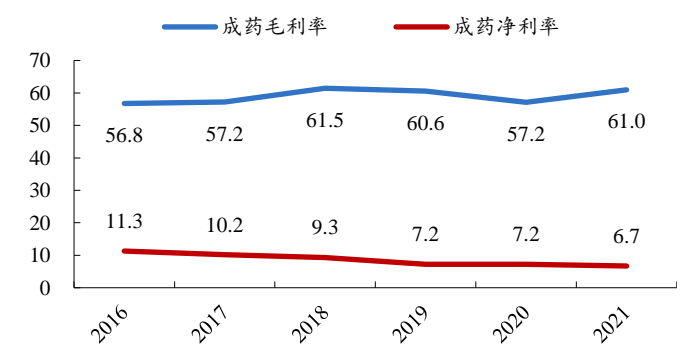
盈利能力: 2016-2021 年毛利率呈现波动上升趋势, 净利率由于市场推广加大、计提资产减值准备、原材料价格上涨等因素有所下滑。2016 年受到医保控费和“两票制”影响, 临床品规中标价格略有下跌, 公司开启营销模式改革, 促进经销商网络扁平化, 并推进大品种培育计划, 2017、2018 年毛利率分别上升 0.4pct、4.3pct, 但同时由于销售费用增加, 对应净利率略微下降; 2019 年原材料价格上涨, 导致毛利率下降 0.9pct, 净利率扣除一次性影响与 2018 年持平; 2020 年疫情影响销售, 导致毛利率下降 3.4pct, 净利率由于公司加大费用管控与 2019 年基本持平; 2021 年因高毛利产品营业额明显增长导致毛利率上升 3.8pct 至 61.00%, 净利率下降 0.5pct 至 6.7% 主要由于公司获得政府补助收入减少、计提资产减值准备、加大市场推广导致销售费用增加等多因素导致。

图14: 成药收入 2016-2019 年稳健增长, 2020 年受疫情影响, 2021 年临床端增长较快 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 2016-2021 年毛利率 (%) 波动上升, 净利率 (%) 有所下滑



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

临床渠道品种通过循证医学研究投入保持各细分领域领先地位，2018年起经典名方研发稳步推进。公司坚持推进成药战略大品种临床研究，采取成熟的学术推广体系，同时通过前期大量科学论证和临床实践，激发古典名方新活力，提高产品临床价值。2021年公司持续推进35个经典名方中药复方制剂研究工作，建立28个经典名方初步研究方法，18个经典名方物质基准研究，12个经典名方中试大生产研究，2个经典名方已完成非临床安全性评价。目前销售推动效应已逐步释放，循证证据链完善，2021年主要临床品规产品的营业额均有所增长。

表3：公司通过循证医学研究投入保持各细分领域领先地位

产品	大样本多中心临床研究项目
仙灵骨葆胶囊	仙灵骨葆胶囊上市后安全性再评价临床注册登记研究（10,000例）
	仙灵骨葆对乳腺癌绝经后芳香化酶抑制剂治疗引起骨量丢失预防作用的研究
玉屏风颗粒	玉屏风颗粒治疗稳定期COPD有效性与安全性随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床研究
	玉屏风颗粒治疗小儿反复呼吸道感染有效性、安全性随机、双盲、三臂试验、多中心临床研究
	玉屏风颗粒联合联合枸橼酸他定片治疗慢性荨麻疹多中心、随机、安慰剂平行对照临床试验
润燥止痒胶囊	润燥止痒胶囊治疗慢性湿疹多中心、随机双盲、安慰剂平行对照临床研究；
	润燥止痒胶囊上市后安全性临床注册登记研究（3,000例）
颈舒颗粒	颈舒颗粒治疗神经根型颈椎病的有效性、安全性、及经济性多中心、随机、双盲、安慰剂对照临床研究
枣仁安神胶囊	枣仁安神胶囊联合酒石酸唑吡坦治疗失眠有效性、安全性的随机、双盲、双模拟、多中心平行对照临床研究
风湿骨痛胶囊	风湿骨痛胶囊治疗强直性脊柱炎随机、双盲、双模拟、多中心临床研究

资料来源：公司公告、开源证券研究所

集采对核心品种影响预计不大，公司积极应对集采常态化。2021年公司仙灵骨葆胶囊、银杏叶片、生脉胶囊、益母草片等成药产品纳入湖北、广东、山东集采范围，其中，公司核心临床产品仙灵骨葆胶囊在广东中成药集采中拟备选价为0.616元/粒，较此前常态中标价格0.622元/粒仅下降1%，预计降价影响不大。此外，公司预计将培育新品种，同时拓宽OTC产品销售渠道，积极应对集采常态化。

OTC渠道品种通过加大连锁药房等终端推广实现销售增长。2016年起公司加大OTC渠道拓展，通过品牌建设以及与连锁药房合作，致力于实现零售市场量价齐升，2016-2019年核心OTC品种收入CAGR高达32%，实现快速增长。2020-2021年，由于全国多地药店暂停销售退烧、止咳、抗病毒和抗生素4类药品，公司核心OTC产品（鼻炎康片、虫草清肺胶囊等呼吸类药品）销售额有所下降，随着部分地区疫情形势向好，逐步恢复4类药品销售，公司OTC渠道品种有望恢复增长。

2.3、中药饮片：陆续收购扩大布局，业务协同性强

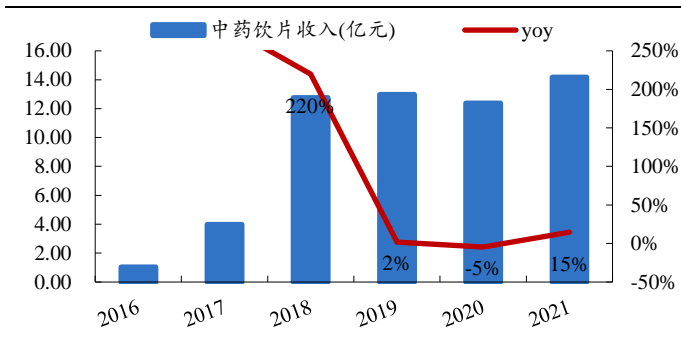
陆续收购多地饮片企业扩大布局，增强业务协同性。2016年前，公司以冯了性饮片为主开展饮片业务，2016年底合并上海同济堂、贵州同济堂中药饮片，加大对饮片业务的布局，不仅增强配方颗粒和成药板块对上游原料资源的可靠溯源和质量控制，还能借此发展中药代煎业务，渗透扩大医院覆盖，为拓展配方颗粒销售渠道提供有力支持。由此，公司饮片收入规模快速提升，其收入占比从2016年的1.59%提升至2018年的11.32%，2019年公司优化业务结构，放弃低毛利业务，导致收入增速放缓，2020年疫情影响下医疗市场饮片、工业饮片需求皆缩减，导致收入负增长。

2021年饮片业务恢复情况较好，前期业务结构优化成效显著，收入同比增长14.6%。

毛利率：较为稳定，2021年因产品结构优化明显提升。2017年毛利率提升2.4pct至19.6%主要由于新并表的上海同济堂的代煎业务毛利率高且增长迅速（代煎业务占比从2016年的13.8%提升至54.5%）。由于2018年新并购企业毛利率较低，2019年原材料成本上涨，2020年疫情影响，公司2018-2020年毛利率从16.31%缓慢下降至15.2%，但2021年由于产品结构优化令高毛利饮片销售占比提升、成本管理加强、规模效应加大，公司毛利率上升2.1pct至17.3%。

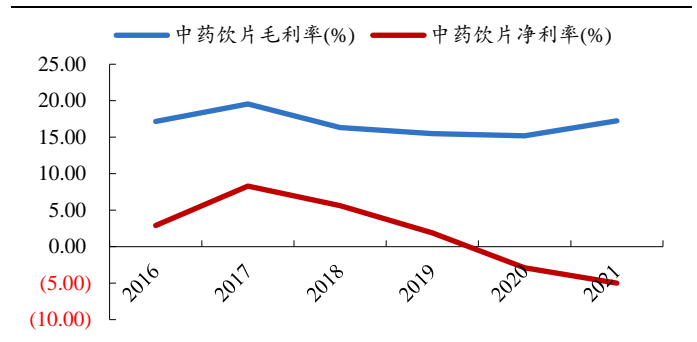
净利率：由于近年处于业务发展初期，开办费支出、市场推广费用较高，导致净利率处于较低水平。2017、2018年基本与毛利率走势同步，2019年开始，公司进行业务整合：并购重整、筹建销售团队开拓新市场、新建工厂、开展智能配送新业务等，导致管理成本与固定成本增加，净利率下滑至1.9%，2020年，中药饮片市场受疫情冲击，销量减小，固定成本较难消化，同时在建6家中药饮片公司存在开办费支出，此外，由于北京华邈销售大幅下降公司计提1144.7万商誉减值损失，整体导致净利率下降4.8%至-2.9%。2021年，公司进一步加大营销与科研投入，且政府补助收入减少，净利率下滑2.1pct至-5.0%。

图16：中药饮片收入随陆续并购快速增长，2021年业务结构优化成效显著



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：中药饮片毛利率较为稳定，净利率由于业务处于发展初期仍处于较低水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

生产端：产能规模优势明显。截至2021年底，公司在全国19个省份布局具有饮片生产许可的企业28家，产能超过8万吨，产能规模优势明显。

销售端：深化院企合作提升存量增长，大力开发医疗机构实现增量增长。公司持续深化院企合作，稳步提升存量医院的销售增长。2021年，公司新增合作医疗机构800余家：新增开发二级及以上医疗机构107家、基层医疗机构356家、医药企业381家，积极抢占增量市场，膏方、制剂、代煎等业务持续增长。

配送端：建立智能配送中心进一步扩大销售终端覆盖。自2017年，公司逐步建立智能配送中心，截至2018年3月底，共建成并运营6个配送中心，为2017年中药饮片板块贡献54.5%收入。2018-2021年，公司分别新建3、3、2、4个配送中心，持续加大销售终端覆盖。

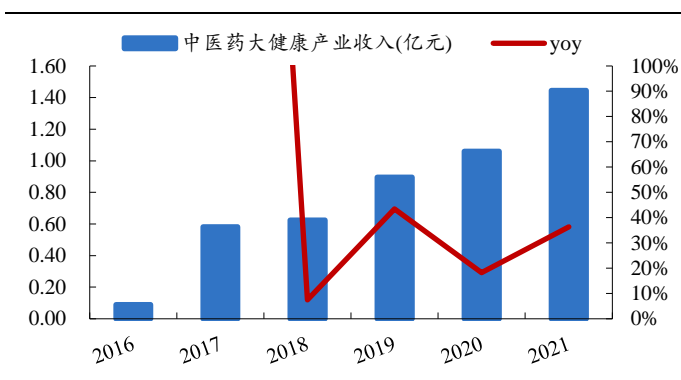
出口业务在2021年实现重大突破。公司积极探索海外饮片和药材业务，出口中药饮片品种从2020年的9个增加至2021年的339个，在香港医管局等香港3家医疗机构中标549个饮片品规，合计中标品规数量位列第一名。

2.4、中医药大健康和产地综合业务：培育初期收入快速增长

佛山冯了性国医馆于 2015 年底开业，拓展公司中医药大健康业务布局，2017 年 1 月公司完成收购贵州同济堂，促进收入规模快速增长，2018 年由于贵州同济堂国医馆因分店装修影响，以及培育较高毛利业务的前期投入较大，收入小幅增长，2019 年随着新开国医馆陆续贡献收入，整体收入实现 43% 的高增长，2020 年虽有疫情影响，但公司通过线上配药、销售疫情预防方、节日促销等，仍实现 18% 收入增长，2021 年收入实现 36% 的高增长，主要由于中医认同度提高，各医馆客流量增长，带动中医诊疗及理疗收入增长，且公司推出中药汤料包等特色产品，进一步促进收入增长。

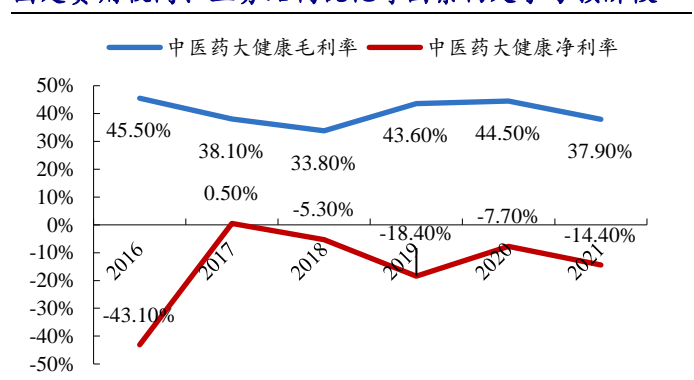
盈利能力：毛利率在 40% 左右波动，净利润由于新开国医馆前期固定费用较高、业务结构优化等因素仍处于亏损阶段。公司持续扩大国医馆布局，2017 年重庆国医馆开业，2018 年下半年南海国医馆、城南国医馆、同康中医院、遵义中医院及江阴国医馆陆续开业，由于业务开发阶段固定费用较高，2019 年净利率下降至 -18.4%，随着市场培育，国医馆客流量上升，2020 年总体减亏，净利率提升 10.7pct 至 -7.7%，2021 年净利率下降 6.7pct 主要由于板块新增业务毛利率较零售业务低，且公司优化业务布局，计划处置 2 家国医馆，确认了相关资产减值损失。鉴于公司正常经营国医馆净利率为 12%，随着 2018 年下半年新开国医馆逐步成熟，业务结构优化成效显著，中医药大健康业务盈利能力有望快速提升。

图18：中医药大健康收入保持较快增长



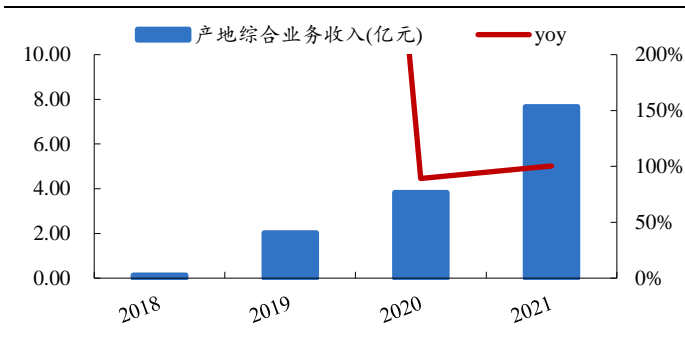
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：毛利率在 40% 左右波动，净利润由于新开国医馆固定费用较高、业务结构优化等因素仍处于亏损阶段

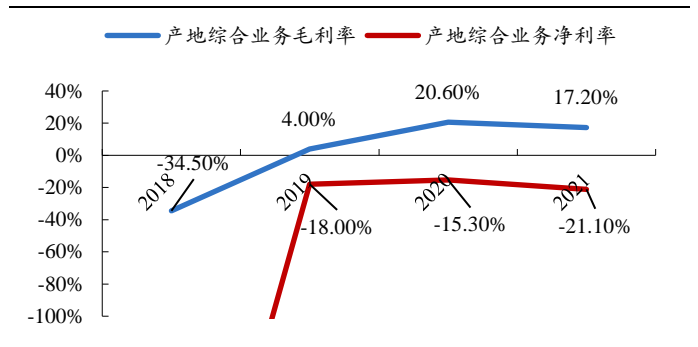


数据来源：公司公告、开源证券研究所

产地综合业务：收入高速增长，盈利能力有望随业务规模扩大改善。产地综合业务自 2017 年末在全国道地药材主要省份开始布局，主营配方颗粒和饮片生产、药材初步加工及贸易、饮片代煎业务，该业务发展迅速，其收入从 2018 年的 0.14 亿元快速增长至 2021 年的 7.67 亿元，且 2021 年实现了翻倍增长。从盈利能力来看，2018-2020 年随着产地综合业务公司陆续转固，中药配方颗粒和中药饮片销售增加，业务毛利率持续提升，净利率同步改善，2021 年毛利率及净利率皆下降主要由于整体固定成本较大，且市场拓展及管理团队搭建相关的销售费用和管理费用增加。随着业务规模扩大，固定成本摊薄效应减少，产地综合业务盈利能力有望改善。

图20：产地综合业务收入高速增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：产地综合业务盈利能力有望随业务规模扩大改善


数据来源：公司公告、开源证券研究所

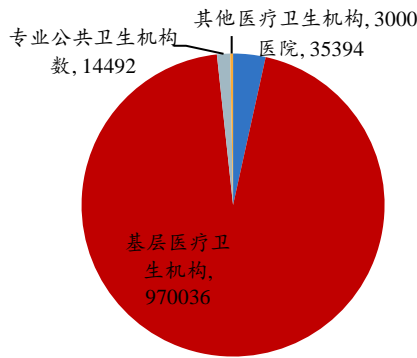
种植基地建设快速布局，龙印中国药材品牌引领。2017年开始，公司着手向产业链上端中药材进行质量管理，并积极布局中药材种植基地，中药材种植基地数量、覆盖中药材品种、种植面积皆快速增加。截至2021年底，公司在全国23个省、直辖市或自治区累计自建和共建GACP中药材基地207个（较2020年增加42个），种植面积达到超15万亩（2020年为超过9万亩），共涉及74个中药材品种（2020年为69个）。2019年10月，公司推出“龙印中国药材”，确定“原料来自药材道地产区的优质中药”的核心定位，贯穿中医药大健康全产业链，强调药材品质，做到从源头到终端全程可追溯、有保障。

3、中药配方颗粒业务先发优势明显，龙头地位稳固

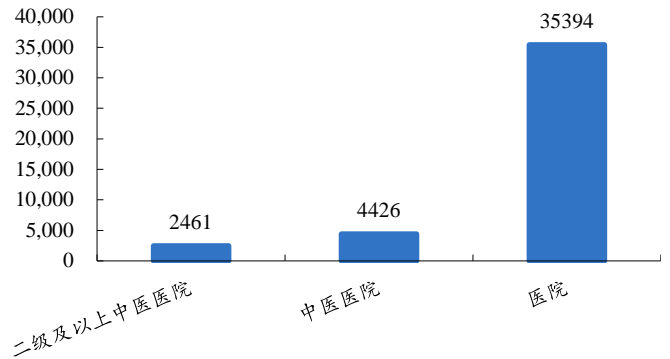
3.1、销售范围大幅拓宽、当量成本及原材料成本上涨提升价格，中药配方颗粒市场有望量价齐升

国家药监局、国家中医药局、国家卫生健康委、国家医保局4部委联合发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，提出2021年11月1日起结束中药配方颗粒的试点阶段，我们认为重点在于以下几点：（1）试点结束后，中药配方颗粒的销售范围由二级以上中医院拓展至所有具备中医执业的各级医疗机构，由此中药配方颗粒销售量有望大幅增长，但同时，中药饮片仍为主体地位；（2）综合对上游原材料的要求，中药配方颗粒生产企业应当具备标准中药材种植能力、自行炮制中药饮片能力、生产全过程管理及追溯能力；（3）短期内，拥有更多已经符合国家药品标准或省级药品标准品种的企业具备明显先发优势；（4）集采为必然趋势，但目前由于国标覆盖品种不多，短期内集采概率不大；（5）医保方面，省级医保部门按照已纳入医保支付范围的中药饮片品种，根据各省级自身情况，将中药配方颗粒参照乙类管理。

销售范围拓宽带来量的增长：销售范围由二级以上中医院拓展至所有具备中医执业的各级医疗机构。根据中国卫生健康统计年鉴，2020年二级及以上中医医院为2461家，医院共有35394家，医疗机构共有102万家，中药配方颗粒销售范围大幅拓宽。

图22：医院占医疗机构总数比仅 3.5%


数据来源：中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

图23：二级及以上中医医院占医院总数比不到 7%


数据来源：中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

同时，考虑到国家对中医药行业给予医保资金支持、中药配方颗粒在新国标实施下有效性和安全性得到更高认可、中药配方颗粒本具备使用方便性优势等方面，我们认为具备中医执业的各级医疗机构对于中药配方颗粒的接受度将会提升，实现其量的增长。以温州市中医院、河南省开封市中医院、浙江省台州医院等医院为例，其中药配方颗粒使用率在近几年明显提升。

表4：部分医院中药配方颗粒使用率快速提升

医院名称	中药饮片	中药配方颗粒
温州市中医院	2019年销售量增速-2.19%，销售金额增速-5.67%	2019年销售量增速22.79%，销售金额增速26.68%
河南省开封市中医院	2017-2018年销售金额增速分别为-4%、9%	2017-2018年销售金额增速分别为43%、12%
浙江省台州医院	2018-2020年中药处方中，中药配方颗粒使用率从3.48%提升至29.55%	

数据来源：《我院小包装中药饮片与配方颗粒使用情况对比分析》、《我院传统中药饮片与中药配方颗粒的使用情况调查》、《2018-2020年我院中药配方颗粒使用情况调查》、开源证券研究所

当量成本提升、原材料价格上涨带来价的增长：首先，新国标相较企标对于配方颗粒含量检测指标数量要求严格，导致生产成本加大，形成当量成本提升。以白术配方颗粒和首乌藤配方颗粒为例，白术配方颗粒新国标规格为1g配方颗粒相当于饮片1.3g，而企标则是1g配方颗粒相当于饮片3.3-7.14g，首乌藤配方颗粒新国标规格为1g配方颗粒相当于饮片6g，而企标则是1g配方颗粒相当于饮片15-30g，新国标对于含量要求明显更加严格。其次，2021年8月以来中药材涨价明显，中国成都中药材价格指数从180上涨至225（截至2022年5月9日），导致原材料成本提升。基于以上两方面，我们预计中药配方颗粒拥有提价趋势。

表5：新国标相较企标对于配方颗粒含量检测指标数量要求严格

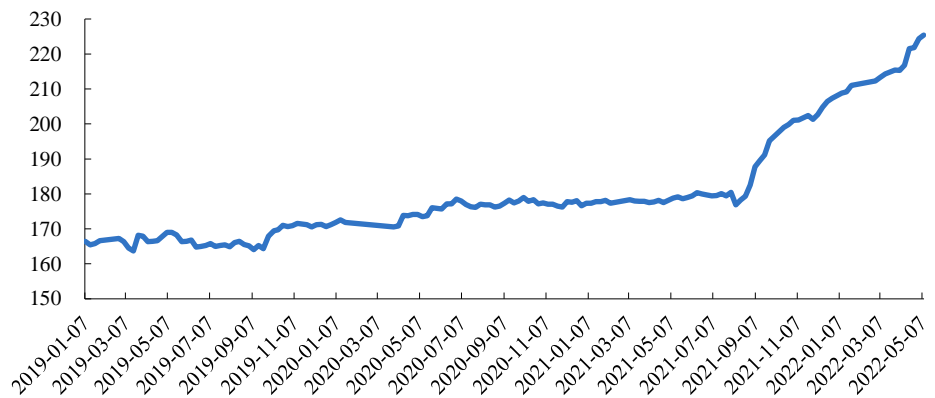
生产厂家	茯苓配方颗粒	桂枝配方颗粒	白术配方颗粒	甘草配方颗粒	首乌藤配方颗粒	五味子配方颗粒
A	1g/10g	1g/12g	1g/3.3g	1g/3g	1g/30g	1g/4g
B	1g/20g	1g/12g	1g/3.3g	1g/5g	1g/15g	1g/6.67g
C	1g/10g	1g/6g	1g/5g	1g/3g	1g/18.75g	1g/5g

生产厂家	茯苓配方颗粒	桂枝配方颗粒	白术配方颗粒	甘草配方颗粒	首乌藤配方颗粒	五味子配方颗粒
D	1g/16.7g	1g/20g	1g/7.14g	1g/7.5g	1g/18.75g	1g/5g
E	1g/5g	1g/20g	1g/5g	1g/5g	1g/20g	1g/5g
国标	-	-	1g/1.3g	-	1g/6g	-
省标	1g/12.5g	1g/12.5g	-	-	-	1g/1.6g
对应省	广东/贵州/广西/山东	上海/辽宁	-	-	-	广东/四川/山东
其他省标规格	河南(1g/10g)	湖南(1g/15g)/河南(1g/6g)/浙江(1g/16.6g)	-	-	-	-

数据来源：《不同厂家五味子配方颗粒的质量比较》、《不同厂家首乌藤配方颗粒质量比较》、《茯苓、桂枝、白术和甘草配方颗粒质量比较》、蒲标网、开源证券研究所

注：茯苓、桂枝、白术、甘草配方颗粒 5 个生产厂家相同，首乌藤、五味子配方颗粒 5 个生产厂家皆不相同

图24：中国成都中药材价格指数自 2021 年 8 月快速上升

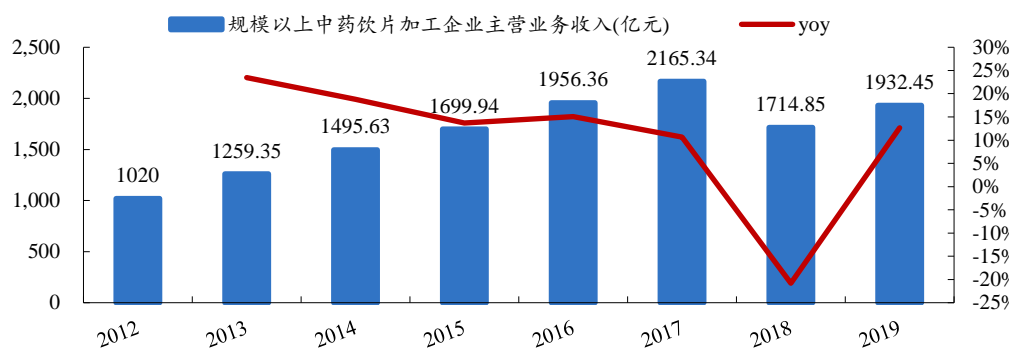


数据来源：Wind、开源证券研究所

市场规模测算：2024 年中药配方颗粒有望达到 650 亿元

根据四川新荷花招股书，2019 年我国规模以上中药饮片加工企业主营业务收入达到 1932 亿元。根据第三方机构中国医药工业信息中心统计，我国 2020 年中药配方颗粒市场约为 190 亿元，由此预计中药配方颗粒市场规模为中药饮片市场规模 1/10 左右。

图25：2019 年我国规模以上中药饮片加工企业主营业务收入达到 1932 亿元



数据来源：四川新荷花招股书、开源证券研究所

根据河南省开封市中医院常用 15 个中药品种的中药饮片和中药配方颗粒单价对比发现，中药配方颗粒单价为中药饮片的 168%，同时，表 7 中的文献指出，相同规格中药配方颗粒价格为中药饮片的 1.5-4 倍。

表6：河南省开封市中医院常用中药品种的中药配方颗粒较中药饮片贵 68%

品种	小包装中药饮片单价(元/g)	小包装配方颗粒单价(元/g)	配方颗粒价格/饮片价格
茯苓	0.16	0.12	75.00%
黄芪	0.13	0.18	138.46%
当归	0.11	0.20	181.82%
浙贝母	0.15	0.38	253.33%
太子参	0.30	0.39	130.00%
炒白术	0.07	0.20	285.71%
金银花	0.31	0.48	154.84%
炮山甲	12.00	5.36	44.67%
清半夏	0.24	0.24	100.00%
炒酸枣仁	0.34	0.65	191.18%
黄连	0.38	0.85	223.68%
党参	0.16	0.19	118.75%
柴胡	0.21	0.44	209.52%
砂仁	0.74	0.90	121.62%
川穹	0.05	0.25	500.00%
平均			167.99%

数据来源：《我院小包装中药饮片与配方颗粒使用情况对比分析》、开源证券研究所

注：计算平均价格比例去除了极大值 500%和极小值 44.67%

表7：部分文献指出相同规格中药配方颗粒价格为中药饮片的 1.5-4 倍

文献题目	作者	发表刊物	相关内容
中药配方颗粒存在的问题与应对策略	朱峰、吴淮	中医药管理杂志 2020 年 5 月第 28 卷第 9 期	相同规格中药配方颗粒的价格远高于中药饮片，可达后者的 1.5~2 倍
中药配方颗粒的发展现状及存在问题分析	徐莉、钟丽红	抗感染药学 2018 年 7 月第 15 卷第 7 期	对比所在医院中药配方颗粒与中药饮片价格，前者价格是后者 1.6~4 倍；对广州某“三甲”医院中药配方颗粒与中药饮片进行比较，前者是后者 1.50~2.31 倍
中药配方颗粒的发展现状及思考	蒲娟、周晓梅	中国社区医师 2019 年第 35 卷第 24 期	中药配方颗粒的价格和中药饮片的价格相比，约高 0.6~3 倍

资料来源：CNKI、开源证券研究所

由此，量价拆分来看，我们假设 2019 年相同规格中药配方颗粒价格为中药饮片的 1.64 倍，对应中药配方颗粒的销量为中药饮片的 6%。考虑到 2021 年 11 月新国标实施后成本上涨导致价格提升，我们通过对 2021 年 11 月后上市备案品种和地方批准品种的价格发现，对于同处方下相同规格中药饮片，按照各自规格转换为中药配方颗粒后，上市备案品种价格较地方批准品种价格平均贵 71.95%¹。2022 年为新国标的切换期，我们预计涨价主要体现在 2022 年，保守估计 2022 年涨价幅度为

¹ 计算：以赤芍为例，地方批准品种规格为 2g 配方颗粒相当于 10g 中药饮片，价格为 4.3 元，在上市备案品种规格下，10g 中药饮片对应 3g 中药配方颗粒，零售价则为 $4.6 \times (3/1.8) = 7.67$ 元，由此，对于同样处方开具的 10g 中药饮片，上市备案品种价格较地方批准品种贵 78.3%。

20%，其他年份中药配方颗粒价格相对中药饮片价格小幅上涨。

量的假设：2019-2024 年从 6% 线性提升至 10%。

同时，我们假设 2020-2024 年中药饮片市场规模年增速为 10%-11%。

基于以上假设，预计 2022-2024 年中药配方颗粒市场规模分别为 442、537、649 亿元，对应增速分别为 46%、22%、21%。

表8：对于相同规格中药饮片，上市备案品种价格较地方批准品种价格平均贵 71.95%

药品	上市备案品种规格 g (中药配方颗粒/中药饮片)	上市备案品种零售价 (元)	地方批准品种规格 g (中药配方颗粒/中药饮片)	地方批准品种零售价 (元)	转换规格后价格变动
赤芍	1.8/6	4.6	2/10	4.3	78.3%
泽泻	1.5/6	3.7	1.5/10	3.5	76.2%
当归	4/6	4.6	3/10	4.4	74.2%
陈皮	2.5/5	2.5	1/6	1.6	87.5%
黄连	0.67/3	8.5	0.5/3	6.2	37.1%
党参	3/3	2.4	3/10	4	100.0%
茯苓	0.8/10	3.8	1/10	2.4	58.3%
丹参	2.5/5	2.9	1.8/10	2.9	100.0%
白芍	1.33/6	3	1/10	2.9	72.4%
麸炒白术	4.17/5	3.8	3/10	3.8	100.0%
生地黄	3.57/5	2.5	2/5	2.5	0.0%
黄芩	2.27/5	2.6	1.8/10	2.9	79.3%
平均					71.95%

数据来源：兔灵网、开源证券研究所

注：价格为 2022 年 4 月 7 日当日零售价

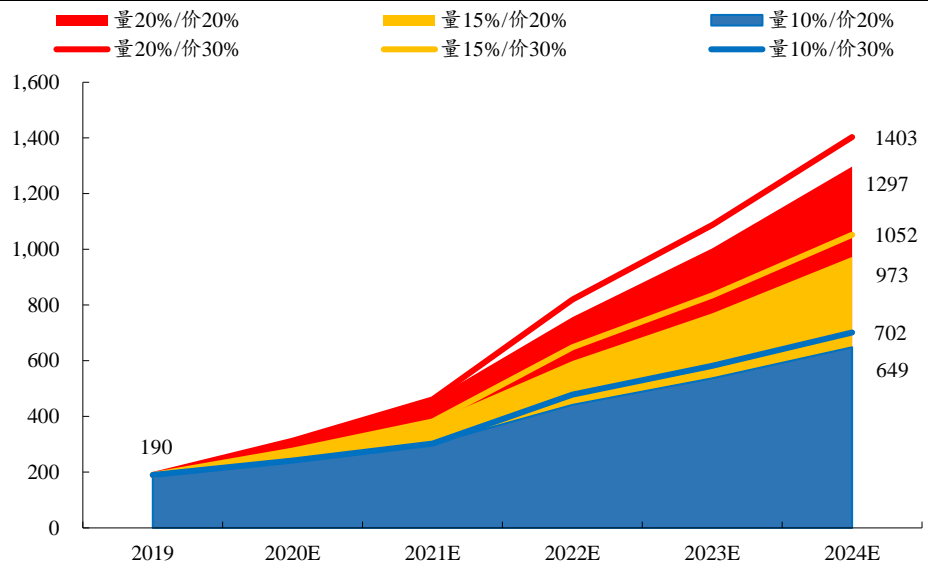
表9：中药配方颗粒市场规模有望保持 20%+ 增速，预计 2024 年达到 650 亿元

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
中药饮片市场规模(亿元)	1932	2145	2370	2607	2868	3155
中药饮片市场规模 yoy	12.69%	11%	10.50%	10%	10%	10%
中药配方颗粒市场规模/中药饮片市场规模	9.83%	11.29%	12.77%	16.93%	18.73%	20.56%
量(中药配方颗粒/中药饮片)	6%	6.80%	7.60%	8.40%	9.20%	10%
价(中药配方颗粒/中药饮片)	164%	166%	168%	202%	204%	206%
中药配方颗粒市场规模(亿元)	190	242.13	302.63	441.53	537.21	648.63
中药配方颗粒市场规模 yoy		27.44%	24.99%	45.89%	21.67%	20.74%

数据来源：四川新荷花招股书、公司 2021 年年报、《我院小包装中药饮片与配方颗粒使用情况对比分析》、开源证券研究所

注：加粗数据为假设值

基于以上假设，量升为市场规模增长的主要驱动力。假设将 2022 年价格增幅从 20% 提升 15% 至 30%，对应 2022-2024 年市场规模会增长 8%，但将 2024 年量增幅从 10% 提升 15% 至 15%，对应 2022-2024 年市场规模会分别增长 36%、43%、50%。

图26：假设下，量升为市场规模增长的主要驱动力


数据来源：公司公告、《我院小包装中药饮片与配方颗粒使用情况对比分析》、开源证券研究所
注：量 x%/价 y%表明量在 2019-2024 年从 6%线性提升至 x%，价在 2022 年提升 y%

3.2、新国标、医保报销、挂网采购促进行业优质发展，量的提升为主要推动力，接受度提升是关键

医保支付范围扩大、报销比例较高下，中药配方颗粒需求有望快速增长。2021 年 12 月 30 日，国家医保局、国家中医药管理局发布的《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》（下称“意见”），明确指出“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”。目前，内蒙古自治区、云南、浙江、四川、广西、福建等多地已将中药配方颗粒纳入省级医保支付范围。从纳入医保的企业来看，在中药配方颗粒试点放开前的医保政策中，部分省市仅针对本省备案企业生产的品种进行医保报销，例如河北省在 2019 年仅将广东一方等 5 家企业纳入医保，试点放开后，以福建为例，符合国标或福建省标并取得销售备案的企业皆可纳入医保报销范围，形成了更加公平的竞争机制。从医保报销比例来看，处于较高水平，湖南提出“与同疗效规格的传统中药饮片价格相近的，自付比例设置为 0%”、福建提出“按照销售价格的 70%纳入医保支付范围”，由此，较高的报销比例将明显增强患者使用中药配方颗粒的意愿，中药配方颗粒有望迎来需求端的快速增长。从支付范围来看，较早发布的政策仅针对二级（及）以上医保定点医疗机构，最新福建发布的政策则针对医保定点医疗机构，明显扩大。

表10：医保报销纳入生产企业、支付医疗机构皆明显扩围，各省市报销比例较高

省市	发布文件时间	纳入医保品种数量(个)	纳入生产企业	医保支付比例	支付范围
河北省	2019 年 12 月	573	神威药业、广东一方制药、江阴天江药业、石家庄以岭药业、石药集团等 5 家企业	-	-
安徽省	2019 年 12 月	476（品种试点研究企业皆为安徽济人药业）	华佗国药、济人药业、协和成制药、九州方圆制药、广印堂中药、华润金蟾药业等 6 家	-	二级以上医保定点医疗机构

省市	发布文件时间	纳入医保品种数量(个)	纳入生产企业	医保支付比例	支付范围
贵州省	2021年4月	-	第一批(国药集团同济堂/新天药业/益佰制药)、第二批(北京康仁堂/广东一方/江阴天江/华润三九/培力药业/四川新绿色)	自付比例 30%	二级及以上医保定点医疗机构
内蒙古自治区	2021年9月	160个新国标	同时具有中药饮片和颗粒剂生产范围、经自治区药品监督管理局备案同意、且取得国家医保药品分类与代码的中药生产企业	-	-
云南省	2021年10月	-	-	-	-
浙江省	2021年10月	-	-	乙类先行自付比例 3%	2022年1月1日前仅针对三级中医院,后放开至所有医疗机构
湖北省	2021年10月	323	湖北辰美中药	-	-
四川省	2021年12月	-	-	按照“乙类”管理,3年内逐步将乙类个人先行自付比例统一至10%	-
湖南省	2021年12月	-	-	与同疗效规格的传统中药饮片价格相近的,自付比例设置为0%,其他自付比例为20%	-
广西省	2021年12月	160个新国标	-	个人先行自付比例暂定30%	对应中药饮片支付范围
福建省	2022年3月	国标或福建省标且对应中药饮片品种已纳入医保范围	取得福建省销售备案凭证	70%	医保定点医疗机构

资料来源:各省(市、区)医保局、开源证券研究所

部分省(市、区)陆续将中药配方颗粒挂网。意见同时明确提出“鼓励将公立医疗机构采购的中药配方颗粒纳入省级医药集中采购平台挂网交易,促进交易公开透明”。目前部分省(市、区)已经将中药配方颗粒集中挂网:内蒙古自治区于2021年11月1日执行挂网,截至12月中旬已挂网10个企业2290个中药配方颗粒;云南省政府采购和出让中心在2021年12月31日发布《关于开展中药配方颗粒阳光挂网工作的通知》;北京市医保局在2022年2月21日发布《关于开展中药饮片和中药配方颗粒阳光挂网采购的通知》,提出“所有公立医疗机构(含军队医疗机构)、医保定点医疗机构临床使用的全部中药饮片和中药配方颗粒,实行阳光挂网采购”,自2月26日实施;福建于3月14日发布《关于做好中药配方颗粒医保管理的通知》,提出“申报范围内中药配方颗粒,可按不超过本品现行全国省级最低挂网价申请在省级平台挂网并实行价格联动”。

集采为必然趋势,有望加速落地。新国标实施、挂网为集采创造了基础条件,我们认为中药配方颗粒集采为必然趋势。2022年1月6日,全国省际中药(材)采购联盟首次联采在山东启动,联盟由山东省医保局联合全国11省(区、市)发起组建,

首批参与地区覆盖 86 个城市，9547 家医疗机构，首批联采将围绕中药饮片（含配方颗粒）展开，累计报量金额超过 100 亿元。国家医保局副局长陈金甫在 2022 年 2 月 11 日的国务院政策例行吹风会中提到“实际上国家组织集采，就是地方联盟集采……比如说省际的局部招采探索成功，有可能其他省协同跟进，如果是达到了选优的目的，价格合理、临床满足了需要，不一定要国家组织集采了，如果省际联盟探索了，但是竞争格局不充分，品种还不是很多，总量还不是很大，在探索机制成功的基础上，我们推进国家组织集采”，表明地方联盟集采是国家层面组织集采的一种形式。

3 月 5 日，全国人大代表、中国工程院院士、国家重点学科中医内科学带头人张伯礼在两会中就“中药配方颗粒产业的健康持续发展”提出“在品种上优先考虑临床使用频率高、使用量大的品种，争取用 1 年左右时间，使国家颁布的标准达到 500 个左右”。虽然目前我国仅公布了 196 个国家标准，且存在一品多规情况（实际品种仅 136 味，离临床常用 400 味品种还有相当大差距），导致临床用药需求不能满足，但就张伯礼院士的建议来看，快速推进国标制定虽有困难，但仍具备可能性。由此，我们预计中药配方颗粒的集采可能得到加速落地。

降价幅度预计不大。从价格来看，首先，中药配方颗粒相较中药饮片的价格提升幅度不大，不考虑规格转换，配方颗粒价格明显高于饮片价格，但按照企标、国标进行规格转换后，以下举例药品配方颗粒价格并未较中药饮片高，甚至大多有下降；其次，较多中药配方颗粒为“一票制”，中间环节少，利润空间不大。基于此，我们认为集采下，中药配方颗粒的价格下降幅度并不大。

表11：中药配方颗粒相较中药饮片的价格提升幅度不大

医院	药名	颗粒价格(元/g)	饮片价格(元/g)	颗粒/饮片价格变动(不考虑规格转换)	国标 (单 g 颗粒转换饮片质量)	颗粒/饮片价格变动(国标)	企标 (单 g 颗粒转换饮片质量)	颗粒/饮片价格变动(企标)
泰州市姜堰中医院	生地黄	0.22	0.04	412%	1.4	266%	2.5	105%
	泽兰	0.07	0.02	240%	5.0	-32%	14.3	-76%
	赤芍	0.19	0.09	103%	3.3	-39%	5.0	-59%
	泽泻	0.26	0.07	281%	4.0	-5%	6.7	-43%
	当归	0.21	0.19	9%	1.5	-27%	3.3	-67%
河南省开封市中医院	陈皮	0.17	0.03	400%	2.0	150%	6.0	-17%
	当归	0.2	0.11	82%	1.5	21%	3.3	-45%
	金银花	0.48	0.31	55%	3	-48%	5.0	-69%
	炒酸枣仁	0.65	0.34	91%	4	-52%	14.3	-87%
	黄连	0.85	0.38	124%	4.5	-50%	6.0	-63%
温州市中医院	党参	0.19	0.16	19%	1	19%	3.3	-64%
	柴胡	0.44	0.21	110%	3	-30%	4.0	-48%
	丹参	0.11	0.08	37%	2	-31%	5.6	-75%
	当归	0.17	0.19	-10%	1.5	-40%	3.3	-73%
	白芍	0.06	0.10	-39%	4.5	-87%	10.0	-94%
	炒白术	0.40	0.18	130%	1.2	91%	5.0	-54%
	生地黄	0.07	0.06	33%	1.4	-5%	2.5	-47%
	黄芩	0.10	0.12	-14%	2.2	-61%	6.7	-87%

数据来源：《我院 500 张中药配方颗粒门诊处方分析》、《我院传统中药饮片与中药配方颗粒的使用情况调查》、《我院小包装中药饮片与配方颗粒使用情况对比分析》、兔灵网、开源证券研究所

新国标、医保报销、挂网采购促进行业优质发展，量的提升为主要推动力，接受度提升是关键。新国标的实施促进中药配方颗粒行业标准度提升，为药品有效性、安全性提供保障，提高供给端质量；医保报销则促进需求端量的提升；挂网则促进了交易公开透明；供给端、需求端、交易形式的持续优化和完善，形成了行业发展的优质基础。整体来看，患者使用意愿的增加，带来的需求端量的提升将是试点放开后行业发展的主要推动力。

3.3、竞争格局：中国中药占据中药配方颗粒市场半壁江山

2001年《中药配方颗粒管理暂行规定》发布，将中药配方颗粒自2001年12月1日纳入中药饮片管理范畴，实行批准文号管理，广东一方、江阴天江、深圳三九、四川新绿色、北京康仁堂和培力药业6家企业成为国家级中药配方颗粒试点企业。2013年6月地方审批配方颗粒试点权限终止前，神威药业、安徽济人、吉林力源3家已获省级批准，为“原省级试点”。2015年12月《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》出台，放开对中药配方颗粒的试点生产限制，新增70家试点企业。截至2022年5月31日，中药配方颗粒在各省备案品种超过8000个（包括跨省备案品种），湖南、北京、广东、湖北备案数量最多，广东、湖北、安徽已拥有备案品种的企业数量较多。

表12：6家国家级中药配方颗粒试点生产企业各具特色

名称	母公司	特点
北京康仁堂	红日药业	建立了行业内第一个质控体系
广东一方	中国中药	第一个国家级中药配方颗粒试点生产企业、第一个国家级中药饮片剂型改革生产基地
江阴天江		
深圳三九	华润三九	运营稳定、体量较大
四川新绿色	四川新绿色	6家中唯一的中西部地区企业
培力药业	培力控股	6家中唯一的外资企业

资料来源：中药配方颗粒网、开源证券研究所

表13：湖北、安徽、河南、江西拥有试点企业较多

省份	备案品种数量	已拥有备案品种企业
湖南	866	天地恒一、湖南新汇、湖南春光九汇
北京	734	北京康仁堂、北京春风一方药业
广东	662	广东一方、华润三九、香雪制药、康美药业
湖北	658	国药中联、恒安芙林、湖北辰美、劲牌持正堂
安徽	597	九洲方圆、安徽济人、协和成、宏方药业
河北	580	神威药业、以岭药业
山东	555	宏济堂、山东一方、青州尧王
江苏	517	江阴天江、康缘药业、扬子江药业
江西	400	江西百神、江西纳弗堂、江西一方天江
贵州	345	国药同济堂、贵阳新天

省份	备案品种数量	已拥有备案品种企业
河南	341	河南红日康仁堂、仲景宛西制药
辽宁	305	辽宁上药好护士
吉林	245	吉林敖东集团力源药业、吉林吉林吉药业、吉林敖东延边药业
四川	210	四川新绿色、四川国药天江药业
广西	201	广西培力、广西一方天江、广西仙莱制药
内蒙古	197	普康药业
浙江	173	浙江华通景岳堂、佐力药业
上海	163	上海雷允上、上海万仕诚药业
云南	162	云南鸿翔中药、云南神威施普瑞、云南天江一方
天津	65	天士力
重庆	64	重庆红日康仁堂
陕西	64	陕西一方平康、盘龙药业、孙思邈高新制药
甘肃	41	兰州佛慈
黑龙江	1	黑龙江森工药业
合计	8146	

资料来源：国家药监局、开源证券研究所

注：各省备案品种数量包括跨省备案品种；数据截至 2022 年 5 月 31 日

中国中药占据中药配方颗粒市场半壁江山。从市场规模划分来看，2020 年中药配方颗粒市场规模约 190 亿元，中国中药以 100 亿元占比约 52%，四川新绿色和红日药业皆占比 15%左右，华润三九预计占比 10%左右，神威药业以 5 亿占比 3%左右。

3.4、中国中药具备明显先发优势，其龙头地位有望加固

从 2021 年 2 月发布的《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，我们可以发现国家对中药配方颗粒生产厂家的要求更加严格：

(1) 上游原材料方面，生产厂家应优先使用优质中药材，尤其道地药材，目前中药材原材料涨价明显，形成成本压力，**对于自身有中药材种植基地布局的生产厂家，成本压力降低，竞争优势增加；**

(2) 生产方面，首先是符合国家或省级药品标准；其次，需要进行生产全过程管理，建立追溯体系。由此，**拥有更多国标/省标生产资质的企业、已经建立规范化生产流程的企业竞争优势增加。**

(3) 销售方面，首先，跨省销售需要在当地备案；其次，随着较多省（区、市）进行挂网交易，**能提供足够品种、价格更具性价比的生产厂家竞争优势更大；**

(4) 医保方面，**纳入省级医保目录的生产厂家竞争优势明显。**

表14：《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》对中药配方颗粒生产厂家提出严格要求

监管方面	监管要求
上游	实施生产全过程管理，建立追溯体系；生产企业应当自行炮制用于中药配方颗粒生产的中药饮片 优先使用来源于符合中药材生产质量管理规范要求的中药材种植养殖基地的中药材；提倡使用道地药材
生产	需要符合国家药品标准，国家药品标准没有规定的，应当符合省级药品监督管理部门制定的标准；不具有国家

监管方面	监管要求
	药品标准或省级药品监督管理部门制定标准的中药配方颗粒不得上市销售
	生产过程应当符合药品生产质量管理规范(GMP)相关要求
	中药配方颗粒国家标准颁布实施后, 省级药品监督管理部门制定的相应标准即行废止
	中药配方颗粒不得在医疗机构以外销售
销售	跨省销售使用中药配方颗粒的, 生产企业应当报使用地省级药品监督管理部门备案
	医疗机构使用的中药配方颗粒应当通过省级药品集中采购平台阳光采购、网上交易
医保	中药饮片品种已纳入医保支付范围的, 各省级医保部门可综合考虑临床需要、基金支付能力和价格等因素, 经专家评审后将与中药饮片对应的中药配方颗粒纳入支付范围, 并参照乙类管理

资料来源: 国家卫健委、开源证券研究所

基于以上竞争优势分析, 中国中药在各方面都表现优秀。

(1) 上游端: GACP 中药材基地建设快速推进

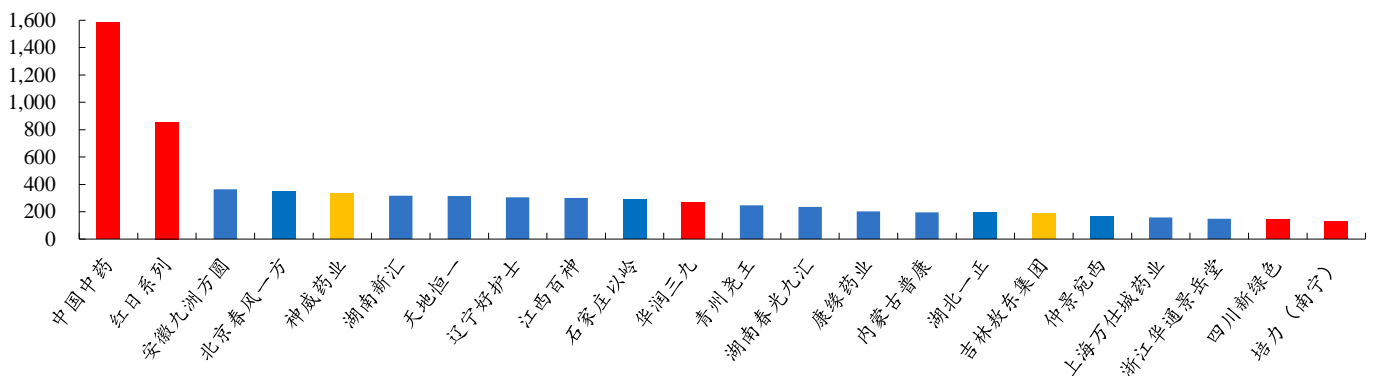
截至 2021 年底, 公司在全国 23 个省(区、市)累计自建和共建 GACP 中药材基地 207 个, 种植面积超过 15 万亩(2019 年为近万亩), 共涉及 74 个中药材品种。

(2) 生产端: 备案品种数量远多于竞争对手、产能充足、生产流程规范

根据国家药监局数据, 截至 2022 年 5 月 31 日, 共有 8146 个中药配方颗粒品种备案, 涉及 50 多个备案企业。从备案品种数量排名来看, 中国中药优势明显, 备案品种达到 1586 个, 明显多于其他拥有备案品种的企业。

中国中药为国标的主要提供者, 在第一批和第二批发布的 196 个国标中(未加 5 月 27 日公示的 50 个标准), 公司起草了 102 个, 为 15 家标准提供单位之首, 2021 年公司完成了 74 个国标品种研究和 210 个省级标准研究, 其中, 176 个省标品种获得公示, 公司较竞争对手能够更快实现标准药品生产。

图27: 中国中药在中药配方颗粒备案品种数量方面优势明显(数据截至 2022 年 5 月 31 日)



数据来源: 国家药监局、开源证券研究所

注: 标红为国家级试点, 标黄为原省级试点

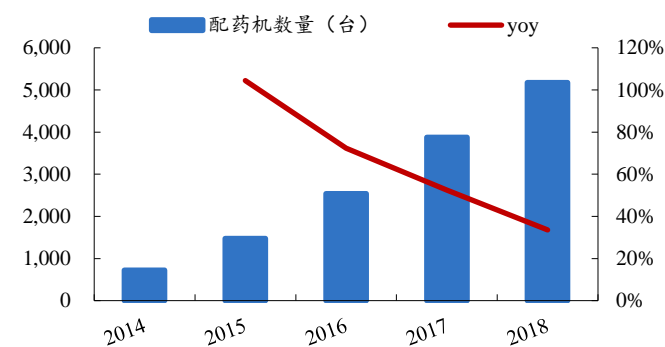
生产许可方面, 截至 2021 年底, 中国中药共拥有 21 个配方颗粒提取基地, 19 家企业获得配方颗粒制剂生产许可。**生产能力方面**, 截至 2021 年底, 公司能够生产 700 多个单味中药配方颗粒品种。截至 2021 年 6 月 30 日, 公司中药配方颗粒产能储备充足, 其中提取产能超 5 万吨/年、制剂产能超 1.5 万吨/年。**生产流程方面**, 2020 年公司携手中国平安旗下的平安智慧城市启动中药品控溯源一体化管理平台建设项

目，构建“来源可溯、去向可追、过程可控、责任可究”的中药产品管理平台和质量控制体系。

(3) 销售端：投放配药机快速拓展医疗机构端，存量客户收入稳健增长

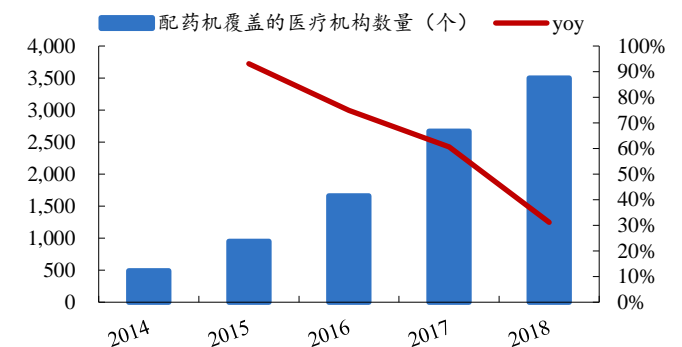
公司通过加大配药机投放快速拓展医疗机构端销售。2015年公司中药配方颗粒主要收入由单独包装的销售方式贡献（占比81%），二级及以上医院收入占比62%，随着配药机快速投放，2018年覆盖的医疗机构数量达到约3500家，为2015年数量的3倍多。公司继续大力开发新医院，2018、2019、2021H1新增客户带来的收入增长贡献分别约为14%、9%、4.2%。存量客户带来的收入增长贡献稳健，2018、2019、2021H1分别为16%、20%、12%。

图28：公司配药机投放持续增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图29：配药机覆盖的医疗机构数量持续增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(4) 医保端：行业龙头具备先发优势

福建省医保局于2022年3月提出对符合条件的中药配方颗粒医保报销70%，分别于3月底、5月初公布了第一批、第二批符合挂网要求的中药配方颗粒产品名单，统计发现，第一批名单共涉及4家生产厂家：广东一方、江阴天江、华润三九、北京康仁堂，第二批名单共涉及7家生产厂家：江阴天江、四川新绿色、神威药业、华润三九、广东一方、培力（南宁）、北京康仁堂。鉴于在医保定点公立医疗机构销售的中药配方颗粒需通过挂网交易，目前能够在公立医疗机构端报销的品种对应厂家仅中国中药、红日药业、华润三九、四川新绿色、神威药业、培力（南宁）等国家试点企业和一家省级试点企业，由此行业龙头能够提前占领市场，享受医保报销带来的需求扩容，具备先发优势。

表15：中国中药在上游布局、生产能力、国标制定、备案品种数量方面皆具备较强优势

	中国中药	红日药业	华润三九	四川新绿色	神威药业
收入(亿元, 2021年)	132.34	42.34 (包含饮片)	-	~40	6.9
占总收入比(%)	69.46%	55.21% (包含饮片)	-	-	21.50%
毛利率	70.00%	69.74% (包含饮片)	-	-	73.70%
中药材基地(个)	207	120+	-	300+	-
药材品种(个)	74	110	-	近200	-
种植面积(亩)	超15万	-	-	近百万	超20万
备案品种数量(截至2022年5月31日)	1586	656	270	145	336

	中国中药	红日药业	华润三九	四川新绿色	神威药业
公布的 196 个第					
一批和第二批国	参与制定国标 112 项，已公布				
国标制定参与情况	标中，公司起草了 102 个	31 项，公示中 1 项	-	-	-

数据来源：各公司公告、各公司公众号、各公司官网、开源证券研究所

4、收入利润模型与投资建议

4.1、收入拆分和利润模型

1、中药配方颗粒业务：鉴于中药配方颗粒试点放开后，新国标切换下存在渠道备货缺乏风险，且品种备案速度影响销售进度，我们假设 2022 年中药配方颗粒业务收入增速暂缓为 10%-15% 的水平，2023-2024 年随着备案品种数量增加，收入增速提升至近 20% 的水平。毛利率方面，公司拥有中药全产业链布局，建立成本优势，营业收入增长带来规模效应扩大，预计 2022-2024 年该业务毛利率皆提升 0.3pct。

2、成药业务：鉴于循证医学研究投入对销售推动的效应已逐步释放，主要临床产品保持各细分领域领先地位，OTC 渠道品种通过加大连锁药房等终端推广实现销售增长，预计 2022-2024 年成药业务整体保持 10%+ 的收入增速。毛利率方面，考虑到集采导致部分品种价格略微下降，我们假设 2022-2024 年该业务毛利率皆略微下降 0.5pct。

3、中药饮片业务：该业务经历前期业务结构优化后，我们预计收入稳健增长，2022-2024 年收入增速为 8%，由于低毛利饮片占比降低，我们假设其毛利率呈逐步微增态势，每年提升 0.3pct。

4、其他业务：国医馆综合服务随着各家国医馆步入经营成熟阶段，中医认同度提高后带来客流量的持续提升，我们预计该业务收入保持 30%-35% 的较高增长；中药材综合业务随着公司持续增加中药材种植基地数量、覆盖中药材品种数量、种植面积，且各省产地综合业务公司加大拓展道地中药材经营业务，有望实现 30%-50% 的较高增长。中药大健康产品目前收入基数较低，随着产品矩阵扩大，且公司已在线上建成互联网平台赋能客户流量增长并同步在线下培养营销团队，我们预计能够保持 40%-60% 的较高增长。

5、费用方面：鉴于目前中药配方颗粒试点放开后，需要快速开发新客户，且随着行业新进入者增加，行业竞争可能加剧，我们预计 2022-2024 年公司销售费用率仍基本维持现有水平，每年略微下降 0.2-0.3pct。

表16：中国中药收入拆分及利润预测模型（单位：百万元人民币）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	14,320.95	14,806.17	19,052.80	21,545.78	25,394.23	30,001.06
yoy	27.20%	3.39%	28.70%	13.08%	17.86%	18.14%
中药配方颗粒	9,227.31	10,053.93	13,400.06	14,941.071	17,630.46	20,980.25
yoy	29.04%		33.30%	11.50%	18.00%	19.00%
成药	3,504.66	3,015.02	3,194.22	3,545.5809	3,988.778	4,467.432
yoy	26.48%		5.90%	11.00%	12.50%	12.00%
中药饮片	1,296.95	1,146.08	1,467.42	1,584.8136	1,711.599	1,848.527

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
yoy	1.74%		28.00%	8.00%	8.00%	8.00%
国医馆综合服务	89.66	106.06	144.58	195.183	257.6416	334.934
yoy		18.28%	36.30%	35.00%	32.00%	30.00%
产地综合	202.37	382.87	767.06			
yoy	223.63%	89.20%	100.30%			
中药材综合业务		434.18	753.01	1129.51	1581.31	2055.71
yoy			73.40%	50.00%	40.00%	30.00%
中药大健康产品		50.90	93.52	149.62	224.44	314.21
yoy			83.70%	60.00%	50.00%	40.00%
毛利率	59.88%	61.64%	62.09%	61.70%	61.69%	61.85%
中药配方颗粒	67.20%	70.50%	70.00%	70.30%	70.60%	70.90%
成药	60.60%	57.20%	61.00%	60.50%	60.00%	59.50%
中药饮片	15.50%	15.20%	17.30%	17.60%	17.90%	18.20%
国医馆综合服务	44.50%	43.60%	37.90%	38.00%	38.50%	39.00%
产地综合	4.00%	20.60%	17.20%			
中药材综合业务		18.00%	21.00%	21.20%	21.40%	21.50%
中药大健康产品		29.00%	35.50%	35.50%	35.80%	36.00%
其他经营净收益	(63.09)	8.21	(16.79)	(4.29)	(10.54)	(7.42)
其他经营收支	225.37	254.56	205.41	228.45	229.47	221.11
销售费用	(5109.15)	(5586.74)	(7581.96)	(8510.58)	(9979.93)	(11700.41)
%	35.68%	37.73%	39.79%	39.50%	39.30%	39.00%
管理费用	(686.19)	(707.28)	(974.45)	(1077.29)	(1244.32)	(1440.05)
%	4.79%	4.78%	5.11%	5%	5%	5%
减值亏损减拨回	(18.01)	(53.73)	(13.88)	(21.55)	(25.39)	(30.00)
%	0.13%	0.36%	0.07%	0.10%	0.10%	0.10%
其他研究开发费用	(464.00)	(550.47)	(694.44)	(797.19)	(914.19)	(1050.04)
%	3.24%	3.72%	3.64%	3.70%	3.60%	3.50%
营业利润	2460.716	2490.628	2753.050	3111.863	3719.787	4548.461
yoy	14.13%	1.22%	10.54%	13.03%	19.54%	22.28%
财务费用	(301.05)	(244.67)	(222.03)	(247.78)	(284.42)	(330.01)
%	2.10%	1.65%	1.17%	1.15%	1.12%	1.10%
应占联营公司损益	(5.05)	(15.87)	(10.75)	(14.28)	(19.46)	(19.94)
%	-0.04%	-0.11%	-0.06%	-0.07%	-0.08%	-0.07%
除税前溢利	2154.62	2230.09	2520.28	2849.80	3415.91	4198.51
yoy	16.05%	3.50%	13.01%	13.07%	19.86%	22.91%
所得税	(381.32)	(369.45)	(396.86)	(448.75)	(537.89)	(661.13)
所得税率	17.70%	16.57%	15.75%	15.75%	15.75%	15.75%
净利润	1773.3	1860.64	2123.42	2401.05	2878.02	3537.39
yoy	13.16%	4.93%	14.12%	13.07%	19.86%	22.91%
少数股东损益	185.19	197.39	190.57	215.49	258.29	317.47

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东损益占比	10.44%	10.61%	8.97%	8.97%	8.97%	8.97%
归母净利润	1588.11	1663.26	1932.86	2185.57	2619.73	3219.92
yoy	10.36%	4.73%	16.21%	13.07%	19.86%	22.91%
归母净利率	11.09%	11.23%	10.14%	10.14%	10.32%	10.73%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、盈利预测与投资建议

中药配方颗粒行业结束试点，有望迎来量价齐升，中国中药占据中药配方颗粒市场半壁江山，拥有明显先发优势，有望优先受益行业扩容，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 21.86/26.20/32.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.43/0.52/0.64 元/股，当前股价对应 PE 分别为 7.9/6.6/5.3 倍，预计公司 2022-2024 年估值低于可比公司平均水平，考虑到公司配方颗粒业务在上游基地布局、生产备案数量和产能、销售渠道资源、医保端均具备优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

表17：中国中药可比公司估值情况（截至 2022 年 6 月 13 日）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	每股收益 EPS (元, 人民币)				P/E			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300026.SZ	红日药业	5.87	0.23	0.32	0.45	0.61	25.7	18.3	13.0	9.6
000999.SZ	华润三九	41.65	2.09	2.45	2.81	3.22	20.1	17.0	14.8	12.9
2877.HK	神威药业	5.81	0.74	-	-	-	7.4	-	-	-
	可比公司平均		1.02	1.38	1.63	1.92	17.7	17.7	13.9	11.3
0570.HK	中国中药	4.00	0.38	0.43	0.52	0.64	8.9	7.9	6.6	5.3

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：红日药业、华润三九盈利预测数据来自 Wind 一致预期；神威药业、中国中药收盘价为港元，汇率为 2022 年 6 月 13 日值，即港币:人民币=1.2:1

表18：中国中药盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,806	19,053	21,546	25,394	30,001
YOY(%)	3.4	28.7	13.1	17.9	18.1
净利润(百万元)	1,663	1,933	2,186	2,620	3,220
YOY(%)	4.7	16.2	13.1	19.9	22.9
毛利率(%)	61.6	62.1	61.7	61.7	61.8
净利率(%)	11.2	10.1	10.1	10.3	10.7
ROE(%)	9.2	9.8	10.0	10.7	11.6
EPS(摊薄/元)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
P/E(倍)	10.3	8.9	7.9	6.6	5.3
P/B(倍)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6

数据来源：公司公告、开源证券研究所；汇率为 2022 年 6 月 13 日值，即港币:人民币=1.2:1；币种为人民币

5、风险提示

备案推进影响销售进度风险；中药配方颗粒行业竞争加剧风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,132	18,203	20,387	24,363	29,236
现金	3,440	2,895	2,731	2,601	2,501
应收账款	5,033	8,905	7,356	8,515	9,132
存货	4,908	5,043	7,652	7,916	9,041
其他流动资产	1,750	1,360	2,649	5,331	8,561
非流动资产	17,957	18,186	18,184	18,207	18,258
固定资产及在建工程	6,227	6,660	6,993	7,343	7,710
无形资产及其他长期资产	11,730	11,526	11,191	10,865	10,548
资产总计	33,088	36,389	38,571	42,570	47,493
流动负债	7,535	8,765	9,434	10,733	12,433
短期借款	1,658	1,140	1,146	1,315	1,200
应付账款	4,413	6,236	6,863	8,011	9,816
其他流动负债	1,464	1,388	1,426	1,407	1,416
非流动负债	4,657	4,964	4,075	3,898	3,583
长期借款	221	576	398	487	443
其他非流动负债	4,436	4,388	3,676	3,411	3,140
负债合计	12,192	13,728	13,509	14,630	16,016
股本	11,982	11,982	11,982	11,982	11,982
储备	6,082	7,736	13,080	15,958	19,495
归母所有者权益	18,064	19,719	21,904	24,524	27,744
少数股东权益	2,832	2,942	3,158	3,416	3,734
负债和股东权益总计	33,088	36,389	38,571	42,570	47,493

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	228	796	1,319	1,555	1,837
税前利润	2,230	2,520	2,850	3,416	4,199
折旧和摊销	-684	-850	-892	-937	-984
营运资本变动	-2,540	-2,352	-1,679	-2,807	-3,272
其他	-145	-222	-744	9	-73
投资活动现金流	-1,074	-537	-644	-773	-928
资本开支	-1,252	-877	-824	-771	-718
其他	178	340	180	-2	-210
融资活动现金流	-1,014	-724	-505	-310	-408
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	5,659	2,896	3,244	4,277	2,896
其他	-6,673	-3,620	-3,749	-4,587	-3,303
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0	0
现金净增加额	-1,860	-465	170	471	501
期末现金总额	3,186	2,718	2,887	3,359	3,860

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,806	19,053	21,546	25,394	30,001
营业成本	-5,680	-7,224	-8,251	-9,730	-11,446
营业费用	-5,587	-7,582	-8,511	-9,980	-11,700
管理费用	-707	-974	-1,077	-1,244	-1,440
其他收入/费用	-341	-520	-595	-721	-866
营业利润	2,491	2,753	3,112	3,720	4,548
净财务收入/费用	-245	-222	-248	-284	-330
其他利润	-16	-11	-14	-19	-20
利润总额	2,230	2,520	2,850	3,416	4,199
所得税	-369	-397	-449	-538	-661
少数股东损益	197	191	215	258	317
归母净利润	1,663	1,933	2,186	2,620	3,220
EBITDA	3,066	3,493	3,990	4,637	5,512
扣非后净利润	1,483	1,809	2,036	2,470	3,070
EPS(元)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	3.4	28.7	13.1	17.9	18.1
营业利润(%)	1.2	10.5	13.0	19.5	22.3
归属于母公司净利润(%)	4.7	16.2	13.1	19.9	22.9
获利能力					
毛利率(%)	61.6	62.1	61.7	61.7	61.8
净利率(%)	11.2	10.1	10.1	10.3	10.7
ROE(%)	9.2	9.8	10.0	10.7	11.6
ROIC(%)	7.3	8.1	12.3	13.4	14.7
偿债能力					
资产负债率(%)	36.8	37.7	35.0	34.4	33.7
净负债比率(%)	63.2	62.3	65.0	65.6	66.3
流动比率	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4
速动比率	1.4	1.5	1.3	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	3.9	3.0	2.6	3.2	3.4
应付账款周转率	2.6	3.6	3.3	3.4	3.4
存货周转率	1.2	1.5	1.3	1.3	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.0	0.2	0.3	0.3	0.4
每股净资产(最新摊薄)	4.1	4.5	5.0	5.5	6.3
估值比率					
P/E	10.3	8.9	7.9	6.6	5.3
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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