

政策春风下，中药 OTC 和配方颗粒有望业绩估值双升

强于大市 (维持)

——2022 年下半年中药行业投资策略报告

2022 年 06 月 15 日

行业核心观点:

● 行情回顾:

- ▶ 1) **涨跌幅:** 医药板块上半年持续走低, 各子板块均表现不佳, 中药指数下跌 19.24%, 小幅跑赢医药行业 1.40 个百分点;
- ▶ 2) **公司业绩:** 2021 年及 2022Q1, 中药板块整体营收分别为 3276 亿元和 877.09 亿元, 增速分别为 7.19% 和 1.97%, 增速较缓慢。从个股来看, 业绩分化较大。营业收入层面上, 2021 年增速超过 20% 的个股包括片仔癀、济川药业、健民集团等; 2022Q1 增速超过 20% 的个股包括东阿阿胶、广誉远、康缘药业等。归母净利润层面上, 2021 年增速超过 20% 的个股包括东阿阿胶、康恩贝、健民集团等; 2022Q1 增速超过 20% 的个股包括康恩贝、佐力药业、生物谷等;
- ▶ 3) **估值:** 以 2022 年 6 月 10 日收盘价计算, 医药行业 PE-TTM 是 23.82, 中药板块 PE-TTM 是 19.72, 医药行业整体估值和中药板块估值均回落到近三年以来低位水平。

● 顶层政策支持, 新冠凸显中医药战略地位:

- ▶ 1) 2015-2016 年是将中医药发展上升为国家战略的分水岭。国务院发布的政策文件主要为长期规划纲要, 对整个中医药行业进行了规划指导。《中医药法(草案)》、《中医药健康服务发展规划(2015—2020 年)》、《中医药发展战略规划纲要(2016-2030 年)》等重磅政策在 2015-2016 年密集发布, 将中医药发展上升为国家战略;
- ▶ 2) 近几年政策多聚焦医保支付、审评审批等方向。近两年中医药相关政策从之前统筹性质的规划纲要等转换成更加具体的细分发展, 包括医保支付、审评审批规则优化、鼓励中药创新和二次开发等。新冠疫情中, 中医药发挥重要作用, 第九版诊疗方案中中医药治疗从中药扩展到中医疗法, 是国家对中医药在新冠治疗领域的认可, 且多数品种已纳入国家医保。2022 年发布的《“十四五”中医药发展规划》是首个以国务院名义印发的中医药 5 年规划;
- ▶ 3) **中成药集采温和落地, 倒逼企业重视质量和创新。** 2021-2022 年, 湖北联盟和广东联盟中成药集采落地, 未来还将扩大集采范围。随着中药行业集采的推进, 中药企业需要加强新产品的科研、学术和循证医学方面的投入, 以及具有临床价值的创新药开发, 这将倒逼中药行业朝着创新方向发展。

● 中药配方颗粒: 看好试点结束后行业放开带来的投资机会

- ▶ **需求端:** 2021 年 11 月 16 日, 国家中医药管理局发布了《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》, 做出了能开具中药

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

疫情逐步控制, 关注行业复苏机会
 医改深化, 推动医药行业持续高效发展
 “十四五”国民健康规划发布, 关注全球猴痘疫情

分析师: 黄婧婧
 执业证书编号: S0270522030001
 电话: 18221003557
 邮箱: huangjj@wlzq.com.cn

饮片处方的医师和乡村医生方可开具中药配方颗粒处方等规定。政策放开后医疗机构覆盖数量增加，有望带动配方颗粒市场扩容。

▶ **支付端：**中药配方颗粒只能在医疗机构销售，因此医保支付的放开对中药配方颗粒未来的发展至关重要。2020年12月30日，国家医保局、国家中医药管理局发布了《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，提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，2021年底各省陆续出台医保准入支持政策。**在需求端和支付端推动下，中药配方颗粒迎来扩容机会。全产业链布局企业有望从产业扩容中受益。**

- **中药品牌 OTC：看好零售市场扩容和医保免疫属性下的投资机会**在中医药政策利好以及集采免疫的属性下，同时受益于国民消费升级、健康养生意识提高以及中药企业基本面完善，具备消费属性的中药 OTC 领域具备长期投资价值。逻辑如下：
 - ▶ 1) 中药 OTC 主要在院外市场销售，包括零售药店等第二销售终端。随着人们自我药疗能力增强以及第二销售终端的扩容，**中药 OTC 规模也将逐步提高；**
 - ▶ 2) **品牌优势带来自主定价权，实现销售额持续增长。**具备品牌价值的企业，尤其是具有保密配方或者市占率龙头产品的企业将有能力通过提价来消化上游中药材和人工成本的提高；
 - ▶ 3) **股权激励绑定核心员工，增强未来业绩稳定性。**2021-2022 年多家中药上市公司发布股权激励计划，侧面展现了公司对未来经营业绩的信心；
 - ▶ 4) **渠道端通过下沉驱动、电商驱动、精细化管理驱动实现产品持续增长。**

- **推荐标的**
 - 1) **华润三九：**公司是中药 OTC 行业龙头，核心业务 CHC 自我诊疗和处方药聚焦优势领域，依托“999”品牌效应通过外延整合、终端渠道优化、品牌-创新双轮驱动、积极探索智能制造增效降本等，不断拓展市场边界，提高核心业务优势。在国家高度重视中医药发展，陆续落地配套政策的主基调下，作为行业领导者，公司未来有望实现持续增长。
 - 2) **健民集团：**公司是传承“叶开泰”近 400 年历史文化的中华老字号企业，核心业务包括医药工业和医药商业两大板块，产品聚焦儿科、妇科和特色中药领域。通过大单品带动大品牌战略、积极创新的理念、线上线下结合的营销方式等推动业绩持续增长。

- **风险因素：**原辅材料价格波动风险，研发不达预期风险，带量采购降价风险，竞争格局恶化风险等。

正文目录

1 中药板块回顾	5
1.1 2022 年上半年，中药板块小幅跑赢整个医药行业	5
1.2 中药板块整体业绩增速缓慢，个股业绩分化大	6
1.3 中药板块估值已处于近三年以来低位水平	7
2 顶层政策支持中医药朝高质量方向发展，新冠凸显中医药战略地位	8
2.1 2015-2016 年是将中医药发展上升为国家战略的分水岭	8
2.2 近几年政策多聚焦医保支付、审评审批等方向	8
2.3 中成药集采落地，倒逼企业重视质量和创新	10
3 中药配方颗粒：看好试点结束后行业放开带来的投资机会	11
3.1 需求端和支付端支持产业扩容	11
3.2 全产业链布局企业有望从产业扩容中受益	13
4 品牌 OTC：看好零售市场扩容和医保免疫属性下的投资机会	13
4.1 “医改控费”大背景下，零售市场迎来扩容机会	13
4.2 品牌优势带来自主定价权，实现销售额持续增长	14
4.3 股权激励绑定核心员工，增强未来业绩稳定性	17
4.4 渠道“三驾马车”驱动中药 OTC 市场扩容	18
5 推荐标的	19
5.1 华润三九：中药 OTC 引领者，拥抱趋势，变革求新	19
5.2 健民集团：立志打造中国儿童药第一品牌，健民大鹏增添投资收益	20
6 风险提示	20
图表 1：申万医药和申万中药指数行情图（2022.1.1~2022.6.10）	5
图表 2：申万医药和医药各子板块指数区间涨跌幅（2022.1.1~2022.6.10）	5
图表 3：中药板块近十年营业收入和增速	6
图表 4：中药板块上市公司 2021 年&2022Q1 营业收入增速	6
图表 5：中药板块上市公司 2021 年&2022Q1 归母净利润增速	7
图表 6：医药行业和各子板块估值:PE-TTM（2019.1.1~2022.6.10）	7
图表 7：中国发展中医药的政策措施（2016 年之前）	8
图表 8：《“十四五”中医药发展规划》核心内容	9
图表 9：近年中医药重点政策梳理（2019 年至今）	9
图表 10：湖北 19 省联盟中成药集中带量采购规则和结果	11
图表 11：《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》重点内容	12
图表 12：中国医院结构	12
图表 13：中国医疗机构结构	12
图表 14：近 5 年配方颗粒市场规模和增速	13
图表 15：近 5 年中药配方颗粒竞争格局	13
图表 16：政策利好零售市场发展	14
图表 17：中药材价格指数：综合 200	14
图表 18：中成药保密配方梳理	15
图表 19：片仔癀官方价格和实体药店销售额增速	15
图表 20：安宫牛黄丸（北京同仁堂）官方价格和实体药店销售额增速	15
图表 21：华润三九“感冒灵颗粒”在中成药感冒药中居首位（2020 年数据）	16
图表 22：龙母壮骨颗粒在中国城市实体药店终端儿科中成药销量排行第一（2020 年	

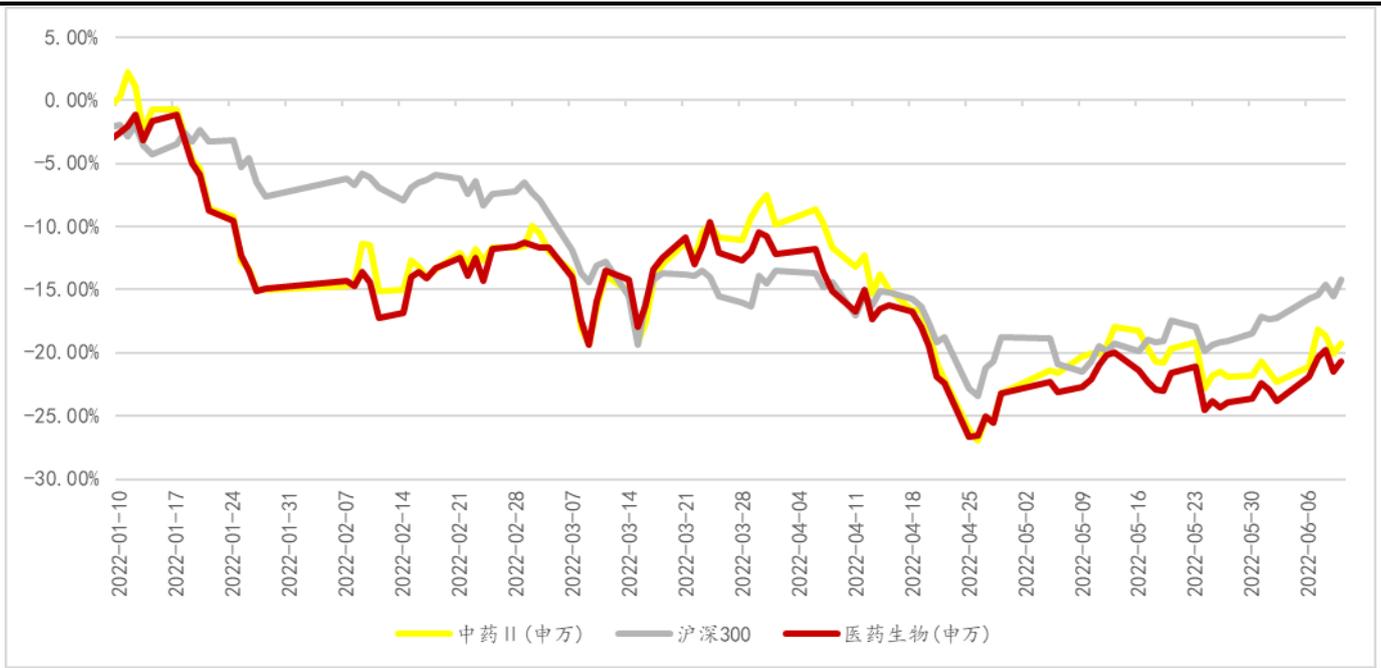
数据)	16
图表 23: 龙牡壮骨颗粒院外市场销售额增速高于销量增速	16
图表 24: 中药上市公司股权激励政策(考核目标年份 2022 年以后部分)	17
图表 25: 县域/全国市场-零售药店-全品类-规模增速(季度)	18
图表 26: 医药电商 O2O 市场规模趋势	18
图表 27: 医药电商 B2C(天猫+京东)市场规模趋势	18

1 中药板块回顾

1.1 2022 年上半年，中药板块小幅跑赢整个医药行业

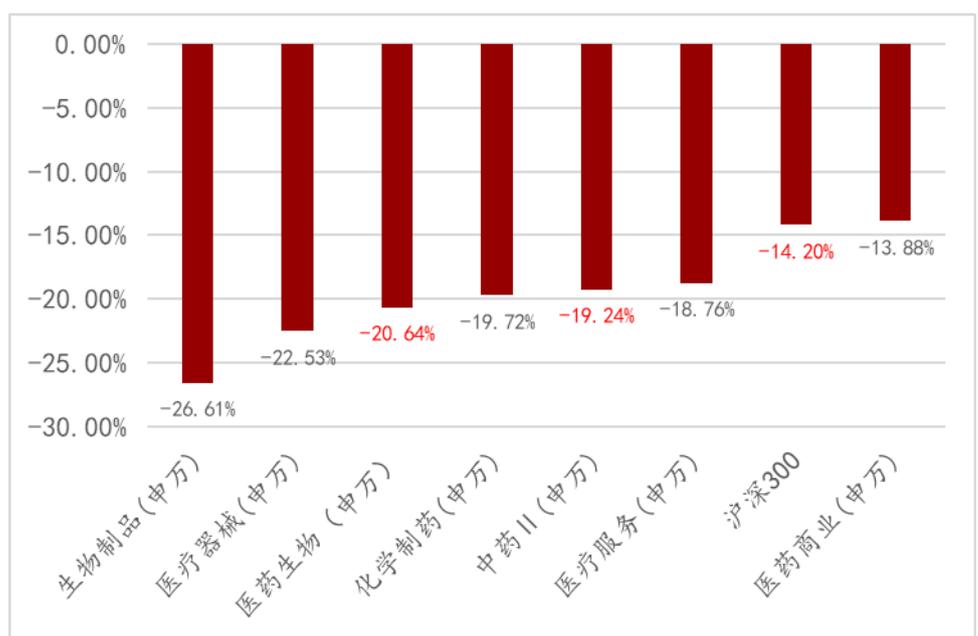
医药板块上半年持续走低，各子板块均表现不佳，中药板块小幅跑赢医药行业。2022 年上半年（2022/1/1-2022/6/10）申万医药生物指数下跌20.64%，同期沪深300指数下跌14.20%，医药板块跑输沪深300指数6.44个百分点。同期，中药指数下跌19.24%，跑赢申万医药生物指数1.40个百分点。

图表1：申万医药和申万中药指数行情图（2022.1.1~2022.6.10）



资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表2：申万医药和医药各子板块指数区间涨跌幅（2022.1.1~2022.6.10）



资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表5: 中药板块上市公司2021年&2022Q1归母净利润增速

	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1		
片仔癀	45.46%	21.93%	康恩贝	343.24%	112.25%	上海凯宝	32.03%	0.70%		
云南白药	-49.17%	19.81%	信邦制药	57.25%	1.80%	贵州三力	62.08%	1.23%		
同仁堂	19.00%	25.61%	珍宝岛	-23.88%	1.72%	佐力药业	102.03%	56.97%		
白云山	27.60%	10.95%	中恒集团	-45.47%	-52.44%	莱茵生物	37.74%	78.44%		
华润三九	28.13%	30.45%	贵州百灵	-18.49%	4.55%	华森制药	-22.99%	-19.53%		
以岭药业	10.27%	-28.22%	昆药集团	11.12%	-41.27%	佛慈制药	-13.66%	-6.96%		
ST康美	125.47%	81.28%	马应龙	10.87%	17.30%	龙津药业	-73.81%	-68.43%		
济川药业	34.60%	32.36%	西藏药业	-50.03%	11.13%	亚宝药业	74.25%	10.28%		
步长制药	-30.72%	5.91%	江中药业	6.74%	15.28%	千金药业	1.68%	5.43%		
东阿阿胶	917.43%	86.01%	葵花药业	20.58%	-2.97%	益佰制药	6.56%	-28.79%		
红日药业	19.87%	23.34%	仁和药业	14.62%	1.95%	金陵药业	85.19%	12.12%		
天士力	109.51%	-272.52%	九芝堂	-0.59%	15.58%	太安堂	-3696.05%	0.00%		
广誉远	-1088.17%	50.06%	寿仙谷	32.37%	43.07%	香雪制药	-799.51%	-320.85%		
达仁堂	16.24%	-6.27%	桂林三金	24.08%	22.92%	太龙药业	-79.50%	-91.33%		
奇正藏药	77.21%	-15.59%	康缘药业	21.92%	30.94%	紫鑫药业	-34.93%	0.00%		
精华制药	44.78%	17.96%	羚锐制药	11.08%	35.41%	盘龙药业	17.77%	13.21%		
太极集团	-891.88%	-20.03%	健民集团	119.73%	25.95%	维康药业	-28.95%	13.06%		
众生药业	165.08%	31.41%	葫芦娃	-40.63%	26.22%	沃华医药	-8.66%	-47.11%		
								大理药业	-1396%	-1792%
								特一药业	189.66%	9.59%
								陇神戎发	-597.30%	219.22%
								汉森制药	27.04%	13.32%
								金花股份	-148.12%	22.92%
								华神科技	87.51%	-19.48%
								新天药业	35.76%	21.73%
								嘉应制药	-92.55%	-67.34%
								方盛制药	9.79%	45.42%
								新光药业	15.46%	9.85%
								益盛药业	19.94%	-1.93%
								康惠制药	6.94%	-3.44%
								启迪药业	55.96%	-38.90%
								吉药控股	-13.77%	0.00%
								生物谷	11.41%	94.85%
								大唐药业	1.81%	-45.09%
								ST目药	26.45%	-89.85%

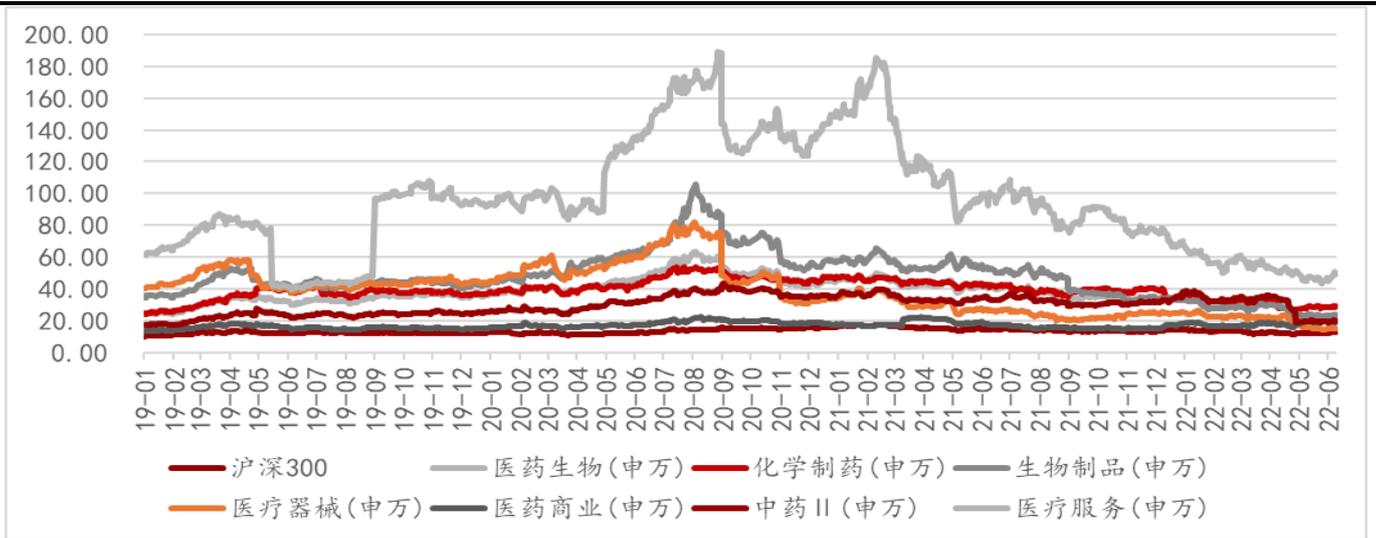
背景颜色	涨跌幅
深红色	>100%
橙红色	50%~100%
浅红色	20%~50%
淡黄色	0~20%
白色	<0

资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.3 中药板块估值已处于近三年以来低位水平

以2022年6月10日收盘价计算, 医药行业PE-TTM是23.82, 中药板块PE-TTM是19.72, 医药行业整体估值和中药板块估值均回落到近三年以来低位水平。从医药行业申万二级6个子行业估值排序横向对比来看, 2021年以前, 中药板块长期成为除了医药商业之外估值最低的细分板块; 2021年以来, 中药板块估值排序有所提升, 1月到4月更是成为除了医疗服务板块之外估值最高的细分板块, 4月之后估值排序有所回落, 估值也处于近三年以来低位水平。

图表6: 医药行业和各子板块估值:PE-TTM (2019.1.1~2022.6.10)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 顶层政策支持中医药朝高质量方向发展，新冠凸显中医药战略地位

2.1 2015-2016 年是将中医药发展上升为国家战略的分水岭

国务院发布的政策文件主要为长期规划纲要，对整个中医药行业进行了规划指导。其中，2015和2016两年是国家将中医药发展提升到国家战略的重要关键年，相关政策发布密集。2015年，国务院常务会议通过《中医药法（草案）》，为中医药事业发展提供良好的政策环境和法制保障；发布的《中医药健康服务发展规划（2015—2020年）》是我国第一个中医药健康服务的国家级规划。2016年，印发的《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》，把中医药发展上升为国家战略，对新时期推进中医药事业发展作出系统部署；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》，开启了中医药有法可依的崭新历史，也激活了中医药服务的供给能力，并加以明确的法律责任约束；《中医药“一带一路”发展规划（2016-2020年）》发布。

图表7：中国发展中医药的政策措施（2016年之前）

年份	中国发展中医药的政策措施
1978	中共中央转发卫生部《关于认真贯彻党的中医政策，解决中医队伍后继乏人问题的报告》
1986	国务院成立相对独立的中医药管理部门
2003	国务院颁布实施《中华人民共和国中医药条例》
2009	国务院颁布实施《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》，逐步形成了相对完善的中医药政策体系
2015	国务院常务会议通过《中医药法（草案）》
2015	发布《中医药健康服务发展规划（2015—2020年）》，是我国第一个中医药健康服务的国家级规划。
2016	中共中央、国务院印发《“健康中国2030”规划纲要》，作为今后15年推进健康中国建设的行动纲领
2016	国务院印发《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》，把中医药发展上升为国家战略
2016	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》，开启了中医药有法可依的崭新历史
2016	国家中医药管理局、国家发展和改革委员会发布《中医药“一带一路”发展规划（2016-2020年）》

资料来源：国务院办公厅，人民政府网，万联证券研究所

2.2 近几年政策多聚焦医保支付、审评审批等方向

近两年中医药相关政策从之前统筹性质的规划纲要等转换成更加具体的细分发展，包括医保支付、审评审批规则优化、鼓励中药创新和二次开发等。新冠疫情中，中医药发挥重要作用，第九版诊疗方案中中医药治疗从中药扩展到中医疗法，是国家对中医药在新冠治疗领域的认可，且多数品种已纳入国家医保。

医保方面，2021年9月国务院发布的《“十四五”全民医疗保障规划》提出了“探索符合中医药特点的医保支付方式”，12月，《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》发布，提出将符合条件的中医医药机构纳入医保定点、加强中医药服务价格管理、将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围；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；完善适合中医药特点的支付政策等。

审评审批方面，逐步健全符合中药特点的审评审批体系，对临床定位清晰且具有明显临床价值，用于重大疾病、罕见病防治、临床急需而市场短缺、或属于儿童用药的中

药新药申请实行优先审评审批等。

2022年发布的《“十四五”中医药发展规划》是首个以国务院名义印发的中医药5年规划，明确了“十四五”期间中医药发展的指导思想、基本原则、发展目标、主要任务和重点措施，在中医药供给和资源总量、质量标准建设、医保准入、中医药创新、中医药国际化等方面做出具体发展要求。

图表8: 《“十四五”中医药发展规划》核心内容

	具体内容
扩大中医医疗服务供给和资源总量	主要涉及提升不同等级中医医疗机构和专业人才供给、在中医医院设置发热门诊、老年病科、在综合医院设置中医临床科室等方面具体指标
建立中药标准建设，提高中药质量	明确重点加强道地药材生产技术标准体系、中药饮片标准体系、疗效评价方法和技术标准、中医中药国际标准等制修订工作
支持中医药价格规范和医保准入	将符合条件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和中药按规定纳入基本医疗保险支付范围；医疗机构炮制使用的中药饮片、中药制剂实行自主定价，符合条件的按程序纳入基本医疗保险支付范围；遴选发布更多的中医优势病种，纳入按病种付费范畴，鼓励实行中西医同病同效同价等
提高中医药创新体系	大力推进中医药创新基地建设，围绕重大慢病、中医优势病种和针灸等特色疗法，建设一批中医类国家临床医学研究中心及其协同创新网络；加强重点领域攻关，开展中医药防治重大、难治、罕见疾病和新发突发传染病等诊疗规律与临床研究。加强中医药临床疗效评价研究。加强开展基于古代经典名方、名老中医经验方、有效成分或组分等的中药新药研发；支持儿童用中成药创新研发等

资料来源：国务院，万联证券研究所

图表9: 近年中医药重点政策梳理（2019年至今）

发布时间	发布机构	文件名称	核心内容
2019.10	中共中央、国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	吹响了中医药创新发展的号角。加强中医药服务机构建设、筑牢基层中医药服务阵地、实施“互联网+中医药健康服务”行动。推动中药质量提升和产业高质量发展。促进中医药传承与开放创新发展。完善中医药价格和医保政策、完善投入保障机制等
2020.9	国家药监局	《中药注册分类及申报资料要求》	1、中药注册分类：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。中药新药分类：中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂。2、古代经典名方中药复方制剂：3.1类：按古代经典名方目录管理的中药复方制剂，3.2类：其他来源于古代经典名方的中药复方制剂
2020.12	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	坚持以临床价值为导向、推动古代经典名方中药复方制剂研制、促进中药创新发展、鼓励二次开发等；健全符合中药特点的审评审批体系，对临床定位清晰且具有明显临床价值，用于重大疾病、罕见病防治、临床急需而市场短缺、或属于儿童用药的中药新药申请实行优先审

			评审批等
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》	优化中药审评审批管理、完善中药分类注册管理、创新中西医结合医疗模式等；实施名医堂工程、实施地道中药材提升工程、制定“十四五”中医药“一带一路”发展规划等；完善中医药服务价格政策、健全中医药医保管理措施等
2021.2	国家药监局、国家中医药管理局、国家卫生健康委、国家医保局	《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	今后所有中药企业都可以生产中药配方颗粒，实行备案制，不再需要申请批准；生产企业不得外购中药饮片，应当自行炮制；跨省销售需要报备使用地省级药监局；中药配方颗粒仅允许在医疗机构销售；支持中药配方颗粒纳入当地医保；要求生产全过程监督管理等，并于11月开始施行
2021.7	国家卫健委、国家中医药管理局等	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	加强综合医院(二级及以上综合医院)中医药工作：进一步加强综合医院中医临床科室建设、创新中西医协作医疗模式、加强医疗质量管理等
2021.12	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》	将符合条件的中医医药机构纳入医保定点；加强中医药服务价格管理；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、加大对中医特色优势医疗服务项目的倾斜力度、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；完善适合中医药特点的支付政策；加强医保总额预算管理、推进中医医保支付方式改革、支持基层医疗机构提供中医药服务等；强化医保基金监管
2022.1	国家中医药管理局、推进“一带一路”建设工作领导小组办公室	《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划(2021-2025年)》	共建“一带一路”：聚焦政府间和国际组织框架下合作、聚焦国际抗疫合作、扩大中药类产品贸易、提升企业“走出去”水平等
2022.3	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	该规划是首个以国务院名义印发的中医药5年规划。在中医药供给和资源总量、质量标准建设、医保准入、中医药创新、中医药国际化等方面做出具体发展要求
2022.5	国家药审中心	《基于人用经验的中药复方制剂新药临床研究指导原则(试行)》《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流指导原则(试行)》	征求意见对在中医药理论、人用经验、临床试验相结合的中药注册审评证据体系下研发的中药新药，提出不同注册分类临床方面沟通交流的关键节点、会议资料要求以及关注点，并突出人用经验数据的关键地位

资料来源：各政府官网，万联证券研究所

2.3 中成药集采落地，倒逼企业重视质量和创新

2018年以来，集采已经形成了常态化格局，2022年1月10日召开的国务院常务会议明确指出，要推动集中带量采购常态化、制度化并提速扩面，持续降低医药价格，让患者受益。随后国家医保局也表明中成药将在2021年部分省份已经组织联盟采购的基

础上，2022年将有序进一步扩大范围。

湖北19省联盟中成药集采中，采购规模近100亿元，最终97家企业、111个产品中选，中选价格平均降幅42.27%。值得注意的是此次集采中建立的创新性制度，解决了中成药独家品种多和无一致性评价带来给集采带来的困难。

广东联盟中成药集采涉及53个大品种，最终174家企业361个产品拟中选/备选，独家品种拟中标降幅较小，平均在20%左右；非独家拟中标产品的平均降幅为67.8%。

随着中药行业集采的推进，中药企业为需要适应新形势，将更多的精力转移到创新研发上，加强新产品的科研、学术和循证医学方面的投入，以及具有临床价值的创新药开发，这将倒逼中药行业朝着创新方向发展。

图表10: 湖北19省联盟中成药集中带量采购规则和结果

	内容
品种选择	根据中成药全国销售金额排名，结合医疗机构实际使用品种，遴选出部分大额品种，对功能主治相近的不同名称药品进行合并集采
评分方法	<p>综合评分：价格竞争得分占60%，技术评价得分占40%</p> <p>▶技术得分：涵盖医疗机构认可度、药品企业供应能力、企业创新能力、招采信用评价、产品质量安全等方面</p> <p>▶引入了医疗机构认可度指标，由联盟地区19个省份所有二级及以上医疗机构（共2.4万余家）参与评价，各种不同认知、流派、观点通过大数据碰撞产生结果</p>
集采结果	采购规模近100亿元，最终97家企业、111个产品中选，中选价格平均降幅42.27%

资料来源：人民政府网，万联证券研究所

3 中药配方颗粒：看好试点结束后行业放开带来的投资机会

3.1 需求端和支付端支持产业扩容

▶ 配方颗粒试点结束

2021年2月10日，国家药监局、国家中医药局、国家卫健委、国家医保局联合发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，政策规定今后所有中药企业都可以生产中药配方颗粒，实行备案制，不再需要申请批准；生产企业不得外购中药饮片，应当自行炮制；跨省销售需要报备使用地省级药监局；中药配方颗粒仅允许在医疗机构销售；支持中药配方颗粒纳入当地医保；要求生产全过程监督管理等，并于11月开始施行。

图表11: 《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》重点内容

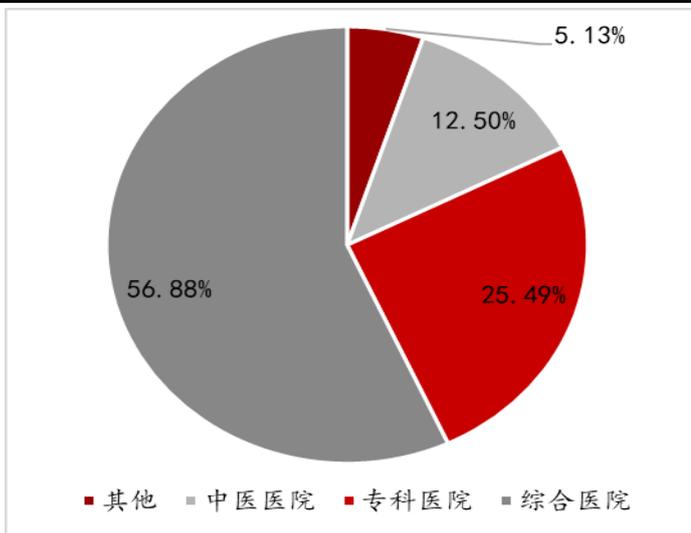


资料来源：国家中医药管理局，万联证券研究所

► 需求端：终端放开，需求扩张

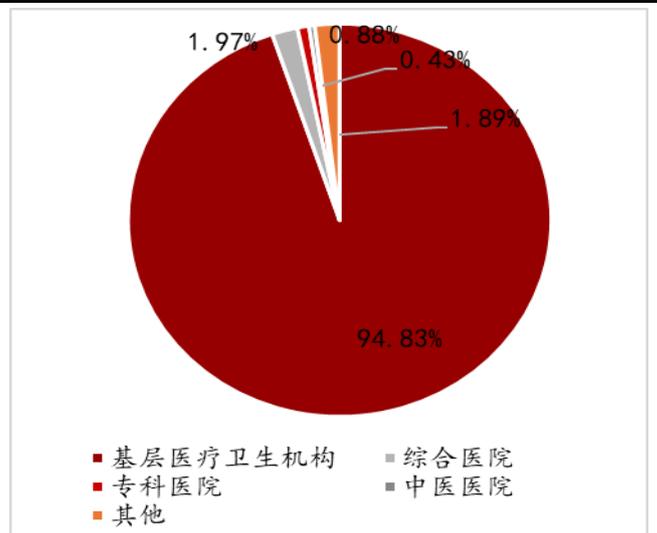
2021年11月16日，国家中医药管理局发布了《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》，做出了能开具中药饮片处方的医师和乡村医生方可开具中药配方颗粒处方等规定。中药配方颗粒以往只能在二级及以上中医医院（综合医院）销售，根据《中国统计年鉴（2021年）》，2020年，我国卫生机构102万家，基层医疗卫生机构97万家，医院3.54万家。其中，综合医院20133家、专科医院9021家、中医医院4426家，中医医院在医院中占比12.5%，在所有医疗机构中占比0.43%。政策放开后医疗机构覆盖数量增加，有望带动配方颗粒市场扩容。

图表12: 中国医院结构



资料来源：《中国统计年鉴（2021）》，万联证券研究所

图表13: 中国医疗机构结构



资料来源：《中国统计年鉴（2021）》，万联证券研究所

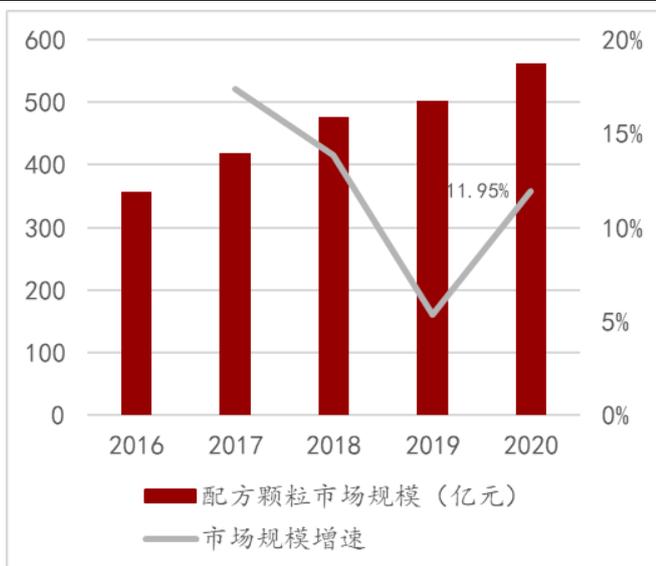
► 支付端：各省陆续将配方颗粒纳入当地医保支付

《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》中说明中药配方颗粒只能在医疗机构销售，因此医保支付的放开对中药配方颗粒未来的发展至关重要；2020年12月30日，国家医保局、国家中医药管理局发布了《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，提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，2021年底各省陆续出台医保准入支持政策。

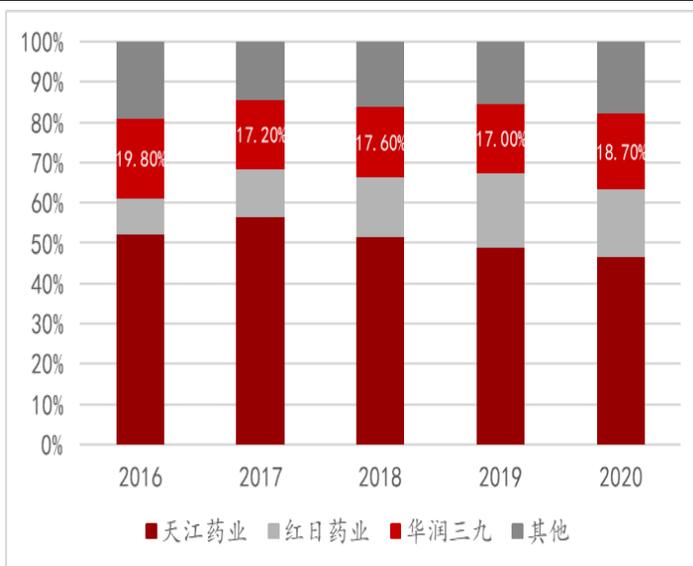
3.2 全产业链布局企业有望从产业扩容中受益

长期看，全产业链布局，具备先发优势和成本优势的公司有望从行业扩容中受益。之前国内中药配方颗粒行业处于试点生产的状态，全国仅有包括华润三九、北京唐仁堂等6家企业获得试点资质，长期以来，国内中药配方颗粒市场被这六大企业所垄断。试点结束后，这六家企业具备先发优势，强者恒强。

图表14: 近5年配方颗粒市场规模和增速



图表15: 近5年中药配方颗粒竞争格局



资料来源: 米内网, 前瞻研究院, 万联证券研究所

资料来源: 赛柏蓝, 万联证券研究所

4 品牌 OTC: 看好零售市场扩容和医保免疫属性下的投资机会

在中医药政策利好以及集采免疫的属性下，同时受益于国民消费升级、健康养生意识提高以及中药企业基本面完善，具备消费属性的中药OTC领域具备长期投资价值。

4.1 “医改控费”大背景下，零售市场迎来扩容机会

中药OTC主要在院外市场销售，包括零售药店等第二销售终端。随着人们自我药疗能力增强以及第二销售终端的扩容，中药OTC规模也将逐步提高。

第二终端扩容逻辑主要包括：1) 国家在医疗市场出台的“零差率”政策，对公立医药市场医疗总费用增长率（原则上增速不得超过10%）和药占比（不高于30%）的控制，推动处方外流。随着“处方外流”和“医药分开”的落地，药品销售预计逐步流向院外市场，三大销售终端占比将面临调整，零售药店终端占比预计将进一步提升；2) 带量采购政策实行以来，药品价格下降，集采品规整体市场略有压缩，集采中选企业通过“以价换量”实现市场占有率的提升。许多有产品竞争优势的药企在集采降价的压力下，放弃医院市场，转而开拓院外市场；3) 2021年11月底，国家医保局发布《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》，2025年将实现DRG/DIP覆盖所有符合条件的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。零售处方药占比提升（处方外流）。第二终端客流量在上述政策下有望迎来扩张，将带动中药OTC品类的增长。

图表16: 政策利好零售市场发展

医药分家

控制医院的不合理收入，
解决“以药养医”问题，
从而解决患者看病贵的问题

带量采购

集采常态化，良币驱逐劣币，
院内外市场格局发生改变
消费者两级分化：品牌药高
价值人群、低价药普通人群

DIP&DRG

减少医疗资源浪费，医疗服务
质量提升
实现医保资源与医疗机构发展
之间的平衡
减轻参保患者的医疗费用负担

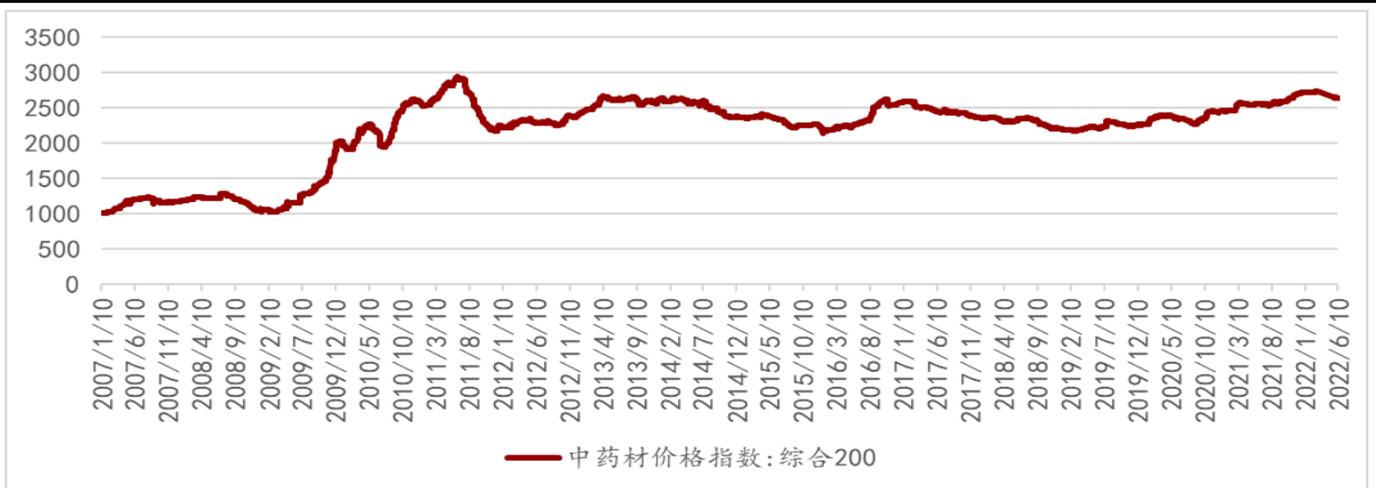
资料来源：中康CMH，万联证券研究所

4.2 品牌优势带来自主定价权，实现销售额持续增长

► 原材料供需失衡导致价格上涨，中成药成本提高

推动中药材价格上涨的主要原因是供需两端的不平衡。一方面是疫情导致人们对健康更加重视，中药材的需求量在增加；另一方面是异常天气的增多对中药材产量造成了极大的影响。同时，部分中成药的原材料属于稀缺品种，例如天然麝香和天然牛黄，麝香是麝类动物（属于濒危物种，国家一级保护动物，存量极少）的分泌物，我国对天然麝香实行定点保管制度，因中医药需要利用天然麝香原料且符合条件的，按规定的程序经国家林业局批准后，方可启用定点保管的天然麝香或定向销售给有关中药生产企业或定点医院。牛黄是牛的胆结石，并不是每头牛都会长牛黄。国内天然牛黄资源稀缺，过去主要依赖进口。1999年，受疯牛病影响，国家明令禁止从境外疫区进口牛黄。这些原因导致的供需失衡都推动了中药材价格的上涨。

图表17: 中药材价格指数：综合200



资料来源：Wind，万联证券研究所

► 保密配方带来定价权，上游涨价可有效传导至终端

片仔癀和云南白药常年稳居中药板块市值第一和第二的地位，也是唯二两种获得“国家绝密级保密配方”认证的中药。绝密级配方意味着拥有国家颁布的无限期专利保护证书，外界永远无法探知其配方和工艺的秘密。可见，**保密配方是中药企业有力的护城河，是塑造品牌的基石。**

片仔癀和安宫牛黄丸因为稀缺中药材涨价以及人工成本的上升，零售价不断上涨，但不影响销售额（实体药店口径）持续增长，名贵中成药OTC消费群体为高收入人群，

对价格敏感度低。

根据上述分析，具备自主定价权的药企可以通过提高终端价格来消化因上游资源供需失衡导致的成本上涨，实现在终端价格提高的前提下销售额持续增长。

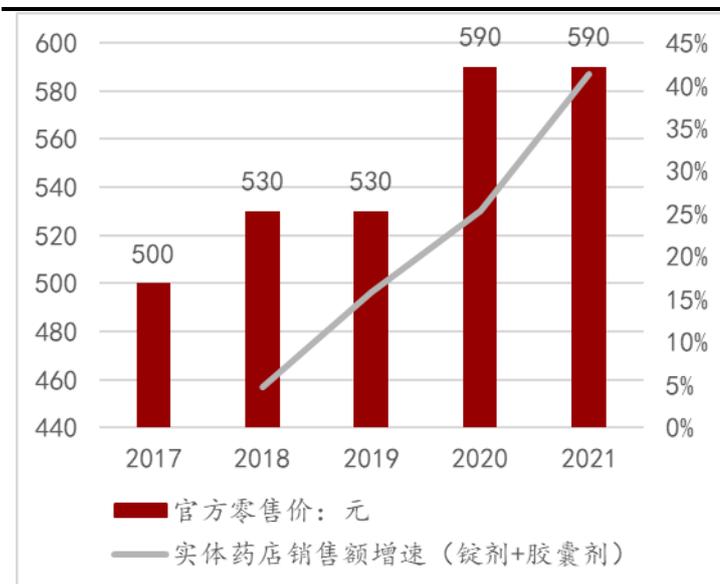
图表18: 中成药保密配方梳理

	保密期限	中华老字号	保护品种	市值排名 (2022/6/10)	市值排名 (2021/12/31)	市值排名 (2020/12/31)
国家绝密级 配方	永久	漳州片仔癀	片仔癀	1	1	1
		云南白药	云南白药	2	2	2
国家级保密 配方	长期	北京同仁堂	安宫牛黄丸	3	3	4
		广州奇星药业	华佗再造丸	-	-	-
		杭州雷允上	六神丸	-	-	-
		上海和黄药业	麝香保心丸	-	-	-
		山西广誉远	龟龄集	13	17	21

资料来源: Wind, 万联证券研究所

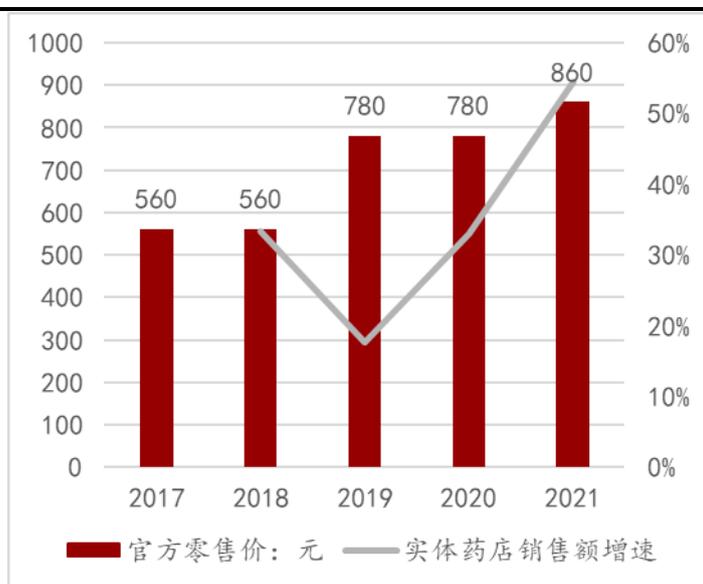
说明: 标黄部分代表是上市公司; 市值排名: 对中药行业所有上市公司的市值排名

图表19: 片仔癀官方价格和实体药店销售额增速



资料来源: 萝卜投研, 中康CHIS系统, 万联证券研究所

图表20: 安宫牛黄丸(北京同仁堂)官方价格和实体药店销售额增速



资料来源: 中康CHIS系统, 万联证券研究所

► 市占率龙头产品可通过终端提价消化原材料和人工成本上涨

中成药上游原材料涨价期间，并非所有中成药都能通过终端提价来转移成本，具备品牌优势，且市场份额领先的产品能通过提价保障利润空间。例如，从2021年底开始，中药开始迎来一波提价潮。华润三九近期接受投资者调研称，会不定期对部分品种进行适度提价，如感冒灵近年来会有小幅提价，“感冒灵颗粒”在中成药感冒药中居首位；健民集团的龙牡壮骨颗粒在2020年中国城市实体药店终端儿科中成药销量排行第一，产品也持续提价，院外市场销售额增速远高于销量增速。

图表21: 华润三九“感冒灵颗粒”在中成药感冒药中居首位(2020年数据)

排名	产品	2020年份额
1	感冒灵颗粒	6.60%
2	连花清瘟胶囊	5.00%
3	京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	3.70%
4	板蓝根颗粒	2.90%
5	铁皮枫斗颗粒	1.90%
6	补肺丸	1.90%
7	急支糖浆	1.80%
8	双黄连口服液	1.60%
9	双黄连口服液	1.60%
10	抗病毒口服液	1.50%

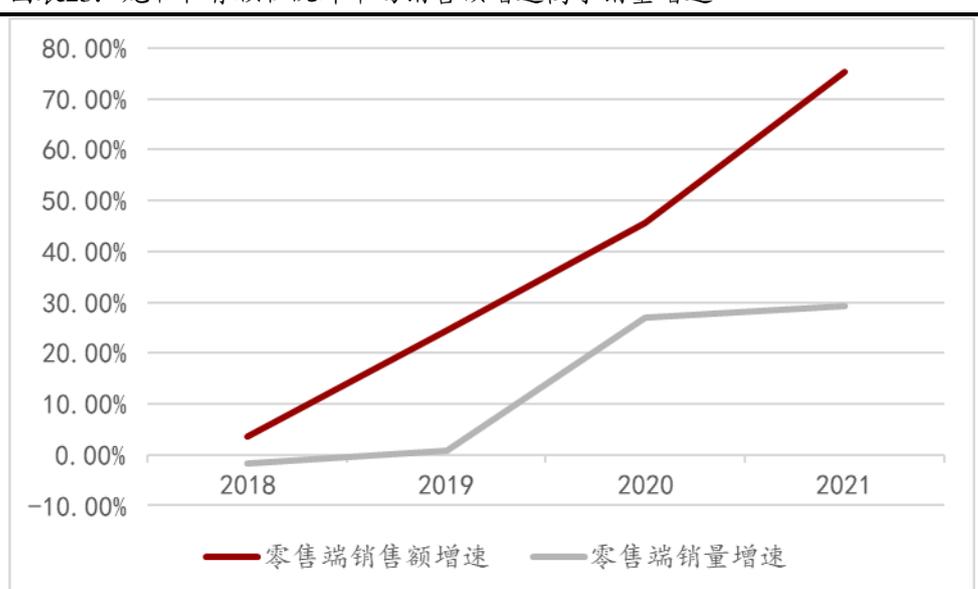
资料来源: 米内网, 万联证券研究所测算

图表22: 龙牡壮骨颗粒在中国城市实体药店终端儿科中成药销量排行第一(2020年数据)

排名	产品	备注
1	龙牡壮骨颗粒	独家/医保/OTC
2	小儿感冒颗粒	医保/OTC
3	丁桂儿脐贴	独家/医保增补/OTC
4	小儿鼓翘清热颗粒	独家/医保
5	小儿肺热咳喘颗粒	医保/OTC/基药
6	小儿七星茶颗粒	医保/OTC
7	小儿柴桂退热颗粒	医保/OTC/基药
8	小儿肺热咳喘口服液	独家/医保/OTC/基药
9	小儿止咳糖浆	医保增补/OTC
10	金针口服液	独家/医保/OTC/基药

资料来源: 公司官网, 米内网, 万联证券研究所

图表23: 龙牡壮骨颗粒院外市场销售额增速高于销量增速



资料来源: 公司公告, 中康CHIS系统, 万联证券研究所测算

说明: 龙牡壮骨颗粒院内市场销量占比较小, 我们用总销量增速近似代替院外市场销量增速

4.3 股权激励绑定核心员工，增强未来业绩稳定性

2021-2022年多家中药上市公司发布股权激励计划，侧面展现了公司对未来经营业绩的信心。从各公司股权激励计划里对2022-2024制定的业绩考核要求看，主要对收入增速、归母净利润增速等做出了激励目标。

图表24: 中药上市公司股权激励政策（考核目标年份2022年以后部分）

上市公司	发布时间	业绩考核要求				业绩参考标准
		指标	2022	2023	2024	
健民集团	2022.6	归属于上市公司股东的净利润增长	≥ 10%	≥ 21%	-	以2021年为基数
众生药业	2022.2	营业收入增长率	≥ 10%	≥ 21%	≥ 33%	以2021年为基数
		或净利润增长率	≥ 12%	≥ 25%	≥ 40%	
启迪药业	2022.3	营业收入增长率	≥ 20%	≥ 40%	≥ 60%	以2021年为基数
		净利润增长率	≥ 15%	≥ 30%	≥ 45%	
康缘药业	2022.4	营业收入增长率	≥ 22%	≥ 20%	≥ 18%	2022年：以2021年为基数；
		或净利润增长率	≥ 24%	≥ 22%	≥ 20%	2023年：以2022年为基数；
		非注射剂产品营业收入增长率	≥ 22%	≥ 23%	≥ 22%	2024年：以2023年为基数
		研发支出占营收的比例		均不低于5%		-
珍宝岛	2022.2	口服制剂产品销售收入增速		均不低于40%		以2021年为基数
		营收账款周转率	≥ 3%	≥ 4%	≥ 5%	-
华润三九	2021.12	归母扣非净利润年复合增长率	≥ 10%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平	≥ 10%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平	≥ 10%，且不低于同行业平均水平	以2020年为基准
		归母扣非净资产收益率	≥ 10.15%，且不低于对标企业75分位水平	≥ 10.16%，且不低于对标企业75分位水平	≥ 10.17%，且不低于对标企业75分位水平	-
		总资产周转率	≥ 0.69	≥ 0.70	≥ 0.72	-

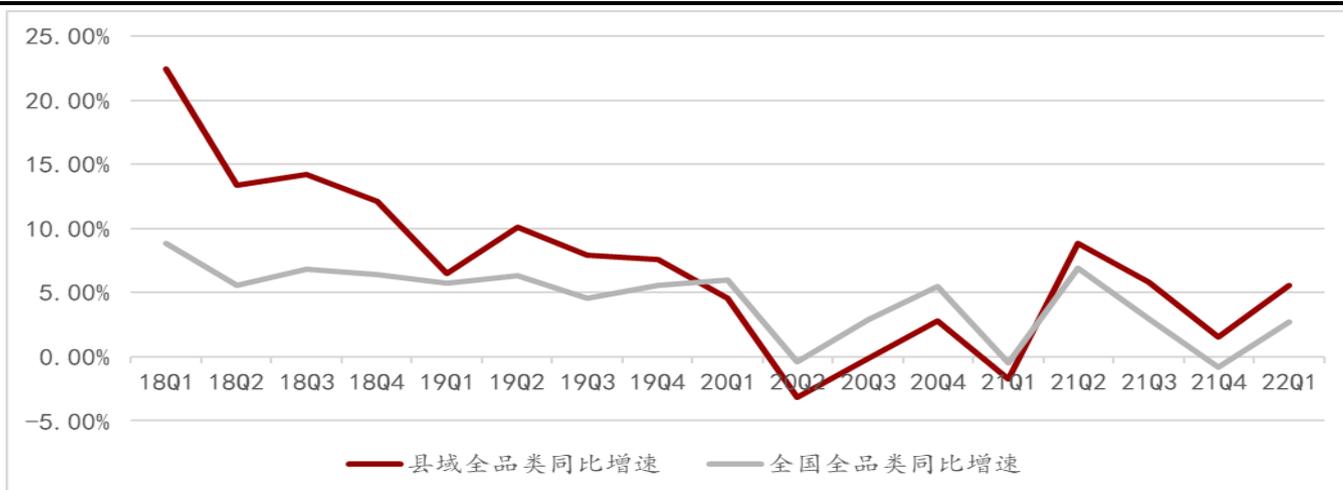
资料来源：各公司公告，万联证券研究所

4.4 渠道“三驾马车”驱动中药 OTC 市场扩容

► 下沉驱动：下沉市场增速强劲，成为中药OTC新的增长点

根据中康CMH数据，从18年以来零售药店县域和全国市场的增速来看，2021年以后，县域城市药房全品类增速超过全国市场，显示下沉市场增长强劲。上市公司层面，华润三九搭建了成熟的三九商道客户体系，不断扩大终端的覆盖，与全国最优质的经销商和连锁终端广泛合作，覆盖了全国超过40万家药店。2018年10月23日，华润三九携手赛诺菲举办了“完美药店”中国发布仪式。“完美药店”是一个旨在协同终端发掘市场价值最大化，以精准的客户需求分析、优化的商品视觉体系、系统的资源定制服务营造消费者完美体验的服务体系。截至2021年12月底，“999完美药店”项目覆盖26个城市，服务超过5000家核心连锁终端，进一步推动渠道下沉和广泛覆盖。

图表25：县域/全国市场-零售药店-全品类-规模增速（季度）

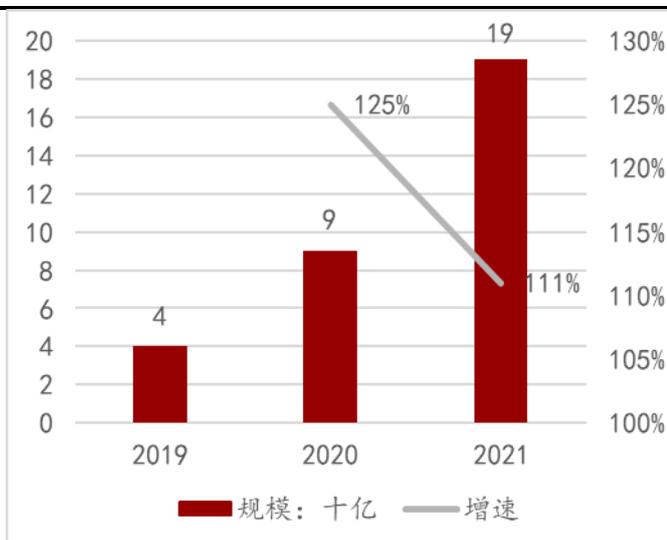


资料来源：中康CMH, 万联证券研究所

► 电商驱动：新零售消费习惯逐渐培养，电商驱动零售高速增长

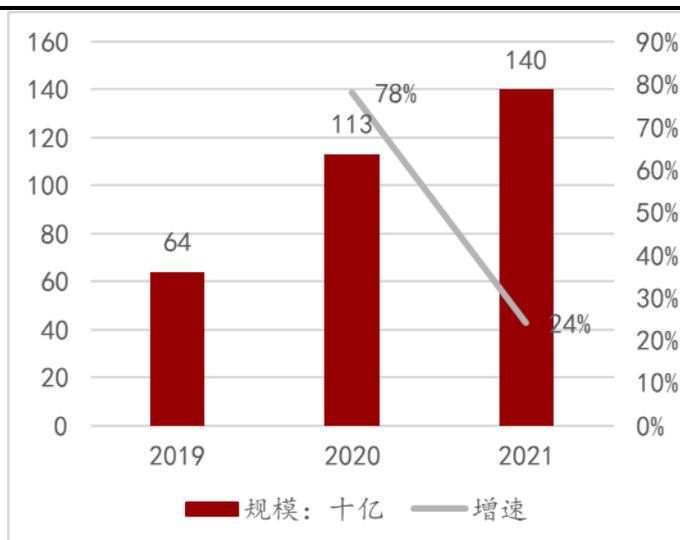
随着“互联网+医药”的高速发展，医药O2O市场规模快速提升，2021年O2O市场规模达到190亿元，同比2020年增长了111%；医药B2C（天猫+京东）市场规模也在逐年增长，2021年市场规模约为1400亿元，同比增长率为24%。

图表26：医药电商O2O市场规模趋势



资料来源：中康CMH, 万联证券研究所

图表27：医药电商B2C（天猫+京东）市场规模趋势



资料来源：中康CMH, 万联证券研究所

► **精细化管理驱动：“以患者为中心”的理念成为动销趋势**

通过精细化研究消费者心智/行为变化来挖掘细分市场增长点。例如，华润三九通过**数字化转型助力终端销售**，与零售渠道合作伙伴海王星辰携手共建新型营销合作关系，探索基于零售渠道数字化的顾客全生命周期服务之道和终端营销新模式。海王星辰作为行业领先的药店连锁，在渠道销售、会员数据等方面深耕多年，华润三九在品牌、医药产品、营销等方面具有优势，取双方所长，以护肝黄金单品“易善复”为切入点，打通海王星辰用户数据与易善复产品进行数字化关联和匹配，**实现既向顾客提供优质“健康管理服务”，同时又为终端门店赋能，提供营销组合拳，助力终端销售**。除用户数据，双方还通过整合微信公众号、小程序、营销云系统、企业微信号、线下门店触点等资源，借助数字化标签建立精准的护肝用户池。

5 推荐标的

5.1 华润三九：中药 OTC 引领者，拥抱趋势，变革求新

公司是中药OTC行业龙头，核心业务CHC自我诊疗和处方药聚焦优势领域，依托“999”品牌效应通过外延整合、终端渠道优化、品牌-创新双轮驱动、积极探索智能制造增效降本等，不断拓展市场边界，提高核心业务优势。在国家高度重视中医药发展，陆续落地配套政策的主基调下，作为行业领导者，公司未来有望实现持续增长。

投资要点：

- **公司的愿景是“成为大众医药健康产业的引领者”，业务聚焦CHC健康消费品和处方药。**在消费端，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；医疗端，产品覆盖心脑血管、肿瘤、消化系统、骨科、儿科、抗感染等治疗领域。2021年公司营业收入和归母净利润分别是153.2亿元和20.47亿元，增速分别为12.34%和28.13%。其中，CHC业务2021年在公司总营收中占比提升至60.55%，自2019年以来已成为公司收入增长引擎。

- **CHC业务：**品牌是核心驱动力，渠道把握和产品升级拓宽全品类市场边界。品牌强化+渠道拓展是品牌OTC、专业品牌业务线产品如“感冒灵颗粒”“三九胃泰”、皮肤品牌“天和”、儿科品牌“澳诺”、保肝产品“易善复”等长期增长的驱动力，同时肠胃用药和骨科用药还通过品种升级或技术升级提高产品竞争力。慢病康复领域的血塞通软胶囊上游产品三七系列保健品有望成为该领域增长点；大健康消费尚处于探索阶段，目前线上业务占比5%以内，随着线上业务布局增加，大健康领域有长期发展机遇。

- **处方药：**中药配方颗粒+专科线+抗感染，产品创新迭代，未来有望获得恢复性增长。中药配方颗粒试点结束后，受益于需求端扩张和医保端支持，行业有望迎来扩容。公司作为老六家试点企业之一，具备先发优势，同时积极建设智能制造，提高降本增效的能力，具备成本优势，未来有望在市场扩容中形成竞争优势。专科线和抗感染方面，公司重视战略引入和创新转型，重组人生长激素产品“诺泽”、示踪用盐酸米托蒽醌注射液（复他舒®）以及第五代头孢抗生素均有望带动处方药业务实现恢复性增长。

- **风险因素：**市场竞争加剧风险，集采降价风险，研发进度不及预期风险、并购整合风险、原材料价格波动风险。

5.2 健民集团：立志打造中国儿童药第一品牌，健民大鹏增添投资收益

● 公司是传承“叶开泰”近400年历史文化的“中华老字号”企业，核心业务包括医药工业和医药商业两大板块，产品聚焦儿科、妇科和特色中药领域。公司通过大单品带动大品牌战略、积极创新的理念、线上线下结合的营销方式等推动业绩持续增长。

投资要点：

● **大品牌战略和创新战略，驱动OTC和处方药双轮成长。** 1) 打造黄金大单品，重视品牌塑造，“龙牡”品牌已逐步发展成为中国儿童营养补益剂的强势领导品牌。2020年公司成功推出焕新升级的龙牡壮骨颗粒，2021年通过同样的模式，推出焕新升级的龙牡®牌便通胶囊和健民咽喉片，通过龙牡品牌的牵引，配合品牌营销矩阵，打造黄金单品；2) 积极进行营销改革，加大广告投放，发展线上线下结合的营销策略。公司与众多知名连锁药店保持长期战略合作，并积极与电商平台合作，电商业务2021年实现177.10%的同比增长；3) 重视新药研发。2022年4月，CDE官网公开征求《中药新药用于慢性胃炎的临床疗效评价指导原则》和《中药新药用于胃食管反流病的临床疗效评价指导原则》意见，受益于政策红利，公司慢性胃炎领域新产品七蕊胃舒胶囊未来有望迎来发展契机。

● **以儿童用药为核心，深耕大品种。** 1) 公司深耕儿童领域用药，受益于儿童药市场供需失衡和顶层政策支持，儿童药领域具备长期发展潜力。2) 公司妇儿三大单品具备过硬的产品实力：龙牡壮骨颗粒通过升级品质进一步提升，定价权带来产品量价齐升；妇科大单品小金胶囊受益于省级联盟带量采购中标以价换量，医院市场份额将进一步扩大；健脾生血颗粒/片产品优势获临床认可，销量稳步提升；3) 公司积极开发潜力大单品，通过龙牡品牌牵引打造第二增长曲线。2021年推出的龙牡®牌便通胶囊和健民咽喉片两大独家潜力大单品在营销投入加大、各战略伙伴共同驱动下有望快速放量。

● **健民大鹏是体外培育牛黄独家生产商，增厚公司投资收益。** 体外培育牛黄是天然牛黄最佳替代，准入门槛高，健民大鹏多年来持续创新，在原有专利基础上申请了48个专利，并开启国家化之路，独家地位稳固。我们对国内（包括出口部分）天然牛黄需求量测算，推算出在合理假设下，2021年体外培育牛黄市场空间是4530千克（假设条件：片仔癀内销市场中药店销售占比50%、安宫牛黄丸和片仔癀使用的天然牛黄量在天然牛黄总需求量占比70%、体外培育牛黄对天然牛黄替代率是100%），健民大鹏5000千克的产能能够满足此假设下推算出的国内市场需求。未来随相关中成药销售量增加，市场对体外培育牛黄需求将稳步提升，健民大鹏对公司收益贡献可持续性较强。

● **风险因素：**原辅材料价格波动风险，研发不达预期风险，集中带量降价风险，竞争格局恶化风险等。

6 风险提示

原辅材料价格波动风险，研发不达预期风险，带量采购降价风险，竞争格局恶化风险等。

医药生物行业推荐上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2022年06月14日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产 最新	收盘价	市盈率			市净率 最新	投资评级
		2021A	2022E	2023E			2021A	2022E	2023E		
000999.	华润三九	2.07	2.41	2.81	16.47	41.65	20.09	17.31	14.82	2.53	买入
600976	健民集团	2.12	2.54	3.47	10.77	48.08	22.71	18.92	13.85	4.46	买入

资料来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

(说明: 盈利预测结果按最新股本调整)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场