

中药行业投资逻辑全图谱

政策边际向好，三维度看中药细分领域

西南证券研究发展中心

2022年7月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

联系人：阮雯
电话：021-68416017
邮箱：rw@swsc.com.cn

政策边际向好，三维度看中药细分领域

- **政策边际利好落地，中药消费品医保免疫。**随着2021年中药行业政策的密集出台，中药饮片/配方颗粒、中药创新、中药国际化和中医医疗服务方面等利好政策逐步落地，医保支付向中药倾斜，中药饮片、配方颗粒仍可以加价。**1) 中药消费品政策免疫：**中成药的集采降价幅度也比较温和，湖北、广东省集采降幅分别为42%和56%，降幅温和。**2) 中药独家基药：**加快中成药纳入医保，同时即将进行的基药目录调整。中医医疗机构对于DRG/DIP付费有政策倾斜，提振终端需求。**3) 中药配方颗粒：**随着试点放开，“国标”替换“省标”将在下半年带来配方颗粒板块整体的量价齐升。**4) 中药创新药：**优化中药审评审批管理，“三结合”注册评审制下，中药创新药获批的数量有望加快。
- **估值具有性价比，基金持仓仍处于低位。**中药板块平均估值为21倍，位居申万医药各个子板块中排名第三，略低于申万医药的24.5倍的估值水平。近期随着防疫形势的逐步好转，前期大幅回落有望迎来估值修复。截至2022Q1中药的基金持仓比例为2%，机构持仓占比不高。
- **投资策略：**中药板块业绩分化明显，行业政策边际利好，基于产品提价、国企混改、渠道库存三个维度，重点看好医保免疫**中药消费品**同仁堂、云南白药、片仔癀、华润三九、寿仙谷、东阿阿胶、马应龙等；**中药独家基药**华润三九、达仁堂、以岭药业、佐力药业、健民集团、济川药业、福瑞股份、众生药业等；**中药配方颗粒**关注华润三九、柳药股份、红日药业、中国中药等；此外，关注中药创新药以岭药业、康缘药业等；中药材业务关注珍宝岛等；关注中医医疗服务等。
- **风险提示：**提价不达预期；混改不达预期；业绩不达预期；政策超预期风险。

政策边际向好，三维度看中药细分领域

- ❑ **中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好。** 中药消费品不受医保控费等政策影响，在成本端推动以及部分企业改革的推动下，未来有望持续提价。消费升级大趋势下，中药消费品量价齐升趋势向好。
- ❑ **中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益。** 到目前为止，国家共推出三版基药目录，最新一版为2018年推出，其中中成药（含民族药）268种。整体来看，进入基药有助于药品的进院和放量，独家品种更加受益，2022年有望推出新一版基药目录，建议关注进新目录品种。
- ❑ **中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升。** 量：试点结束，二级以上中医机构放开至全国，行业快速扩容。价：2022年以来全国配方颗粒进行省标替换为国标，国标相对省标在质量控制、生产工艺上成本更高，产品用量加大，因此终端产品进行较大幅度的提价；**医保支付：**配方颗粒仍然可以享受25%的加成销售，配方颗粒各地纳入医保范围扩大。
- ❑ **中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种。** 国家出台多项鼓励中药创新的重磅政策，带动行业快速发展，另外，我国中药企业经过近十年的研发，目前已经进入成果兑现阶段，中药创新药加速上市，中药纳入医保和基药享受政策利好，加速新产品放量。
- ❑ **中医医疗服务：中药行业诊疗稳步增长，未来发展空间较大。** 我国中医医疗服务蓬勃发展由2015年的50亿元增长至2019年的692亿元，近4年CAGR为93%。持续受益于政策利好，扩大医保覆盖面，暂不受到DRG付费影响。加大人才建设力度，加大中医医师的供给。

目 录

中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

2.1政策：政策利好逐步进入兑现期

2.2业绩：提价释放业绩，库存清理接近尾声

2.3混改：国企混改收官之年，股权激励相继落地

政策边际向好，三维度看中药细分领域

3.1中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

3.2中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

3.3中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

3.4中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.5中药材质量控制：中药材质量标准推动行业快速发展

3.6中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔

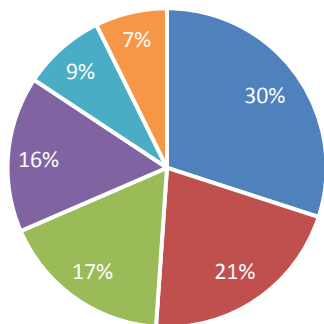
投资建议及风险提示

1 中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

1.1 中药行业投资图谱

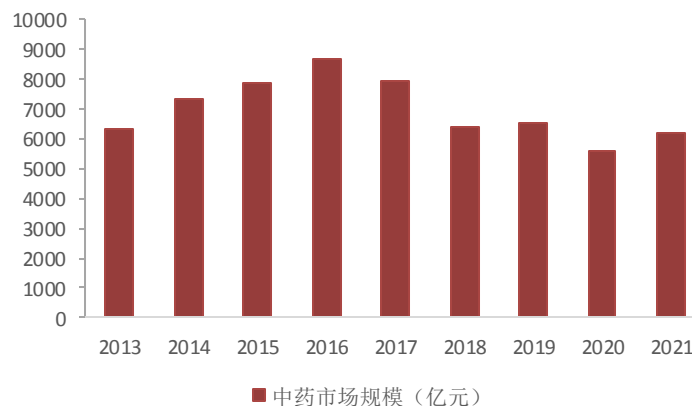
- 根据中国医药企业管理协会数据统计，2021年中国医药工业实现营业收入33049.3亿元，同比增长19.1%。从2021年中国医药工业六大子行业对医药工业的收入贡献占比来看，化学药品制剂制造对医药工业的收入贡献占30.0%；生物药品制品制造对医药工业的收入贡献占21.1%；**中成药生产对医药工业的收入贡献占17.4%**；化学药品原料药制造对医药工业的收入贡献占15.8%；卫生材料及医药用品制造对医药工业的收入贡献占8.4%；**中药饮片加工对医药工业的收入贡献占7.3%**。根据中国医药企业管理协会的数据显示，近年来中国中药业主营业务收入呈现波动趋势，2021年中药饮片、中成药从负增长转变为10%左右的较高增速，中药饮片的利润增速高达102%。

2021年中国医药工业六大子行业对医药工业的收入贡献占比



■ 化学药品制剂制造 ■ 生物药品制品制造 ■ 中成药生产
■ 化学药品原料药制造 ■ 卫生材料及医药用品制造 ■ 中药饮片加工

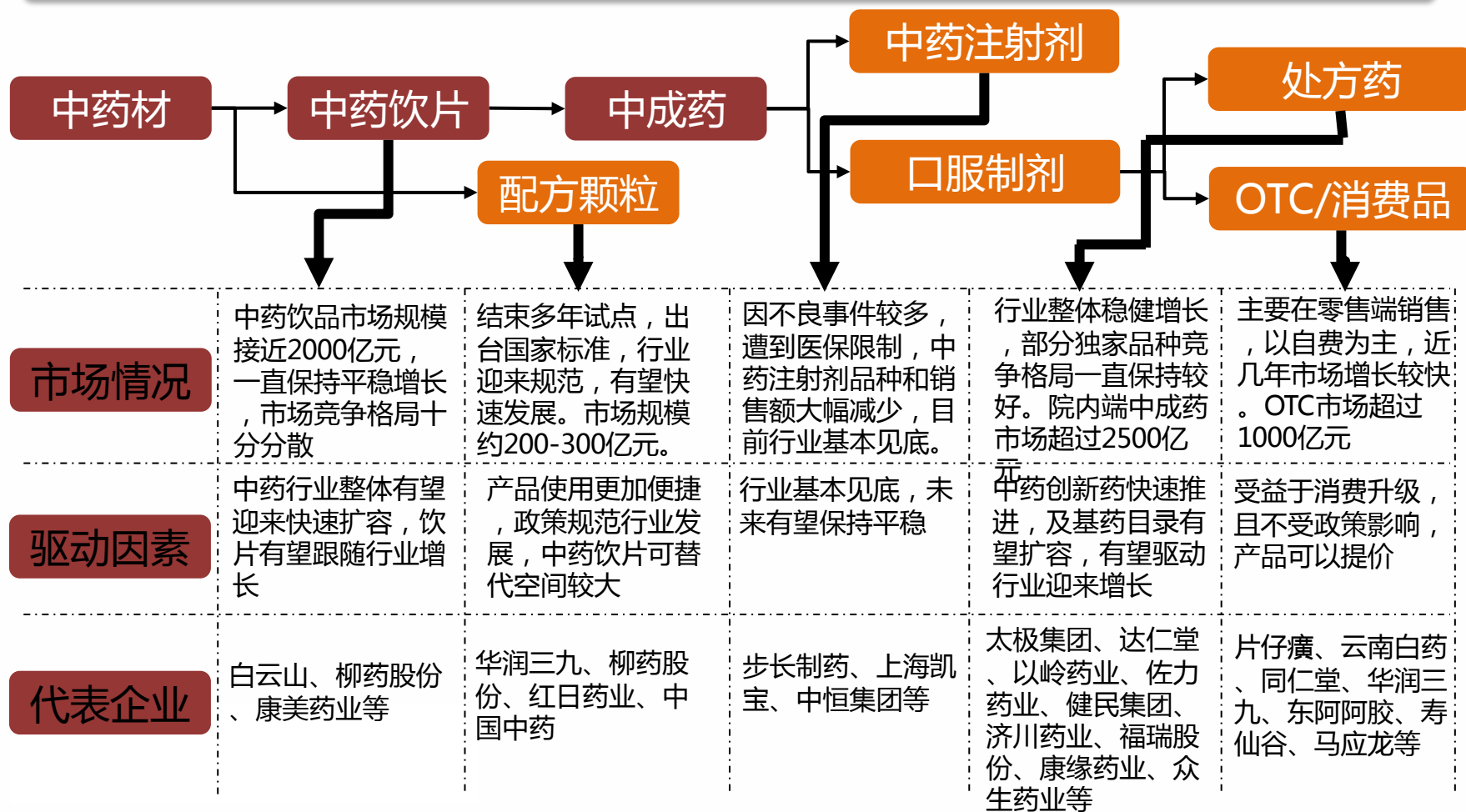
2013-2021年中药行业主营业务收入走势（亿元）



1 中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

1.1 中药行业投资图谱

中药行业投资图谱



1 中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

1.1 中药行业投资图谱

类别	含义	图片	主要上市公司
中药材	一般指原植物、动物、矿物除去非药用部分的商品药材。		白云山：五万亩板蓝根生产基地； 云南白药：三七种植基地； 片仔癀：人工养麝基地； 东阿阿胶：养驴基地； 寿仙谷：灵芝生产基地
中药饮片	指在中医药理论的指导下，可直接用于调配或制剂的中药材及其中药材的加工炮制品。中药饮片包括部分经产地加工的中药切片（包括切段、块、瓣），原形药材饮片以及经过切制（在产地加工的基础上）、炮炙的饮片。		中国中药、红日药业、华润三九、柳药股份
中药配方颗粒	由单味中药饮片按传统标准炮制后经提取浓缩制成的、供中医临床配方用的颗粒。		中国中药、红日药业、华润三九
中成药	是以中药材为原料，在中医药理论指导下，为了预防及治疗疾病的需要，按规定的处方和制剂工艺将其加工制成一定剂型的中药制品，是经国家药品监督管理部门批准的商品化的一类中药制剂。		片仔癀：片仔癀胶囊剂/锭剂；同仁堂：安宫牛黄王；东阿阿胶：阿胶；华润三九：999感冒灵；以岭药业：连花清瘟胶囊
中药注射剂	在中医理论指导下，采用先进的制备工艺，从中药或天然药物的单方或复方中提取有效物质制成的可供注入体内的制剂。		步长制药：丹红注射剂

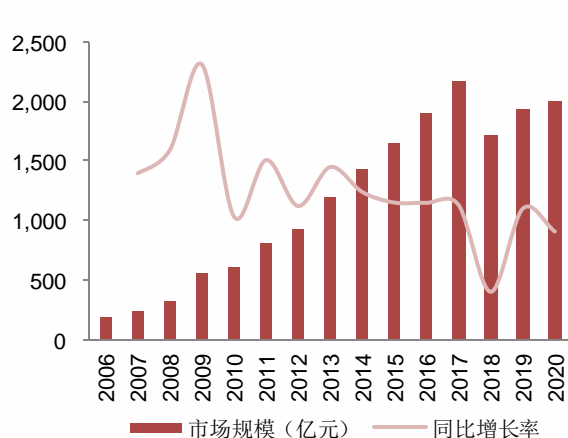
1 中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

1.1 中药行业投资图谱

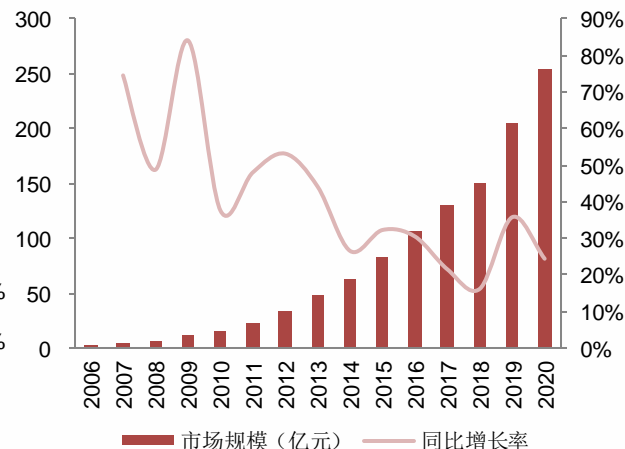
❑ **中药配方颗粒**：市场长期快速增长，近5年复合增速达24.25%，市场规模从2016年的107亿元增长到2020年的255亿元。2020年因受疫情影响导致医疗机构减少配方颗粒处方，同比增速为24.39%，略微降低。

❑ **中成药**：行业呈现稳定增长趋势。2021年公立医院中成药市场规模2508亿元，同比增长4.85%，中国城市实体药店中成药销售规模1117亿元，同比增长4.4%。

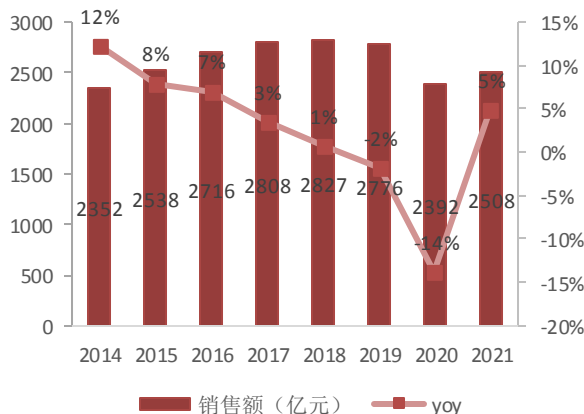
中药饮片市场规模



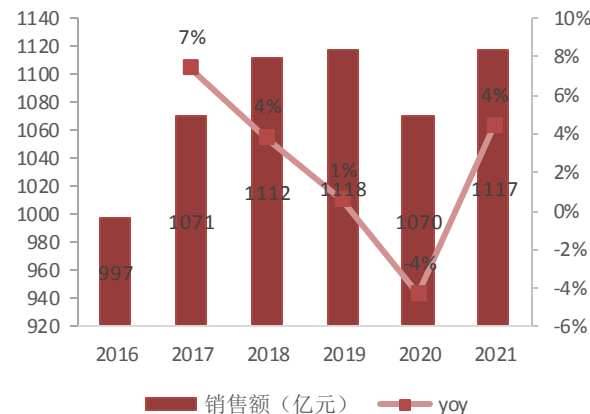
中药配方颗粒市场规模



公立医院中成药市场规模



药店零售终端中成药市场规模

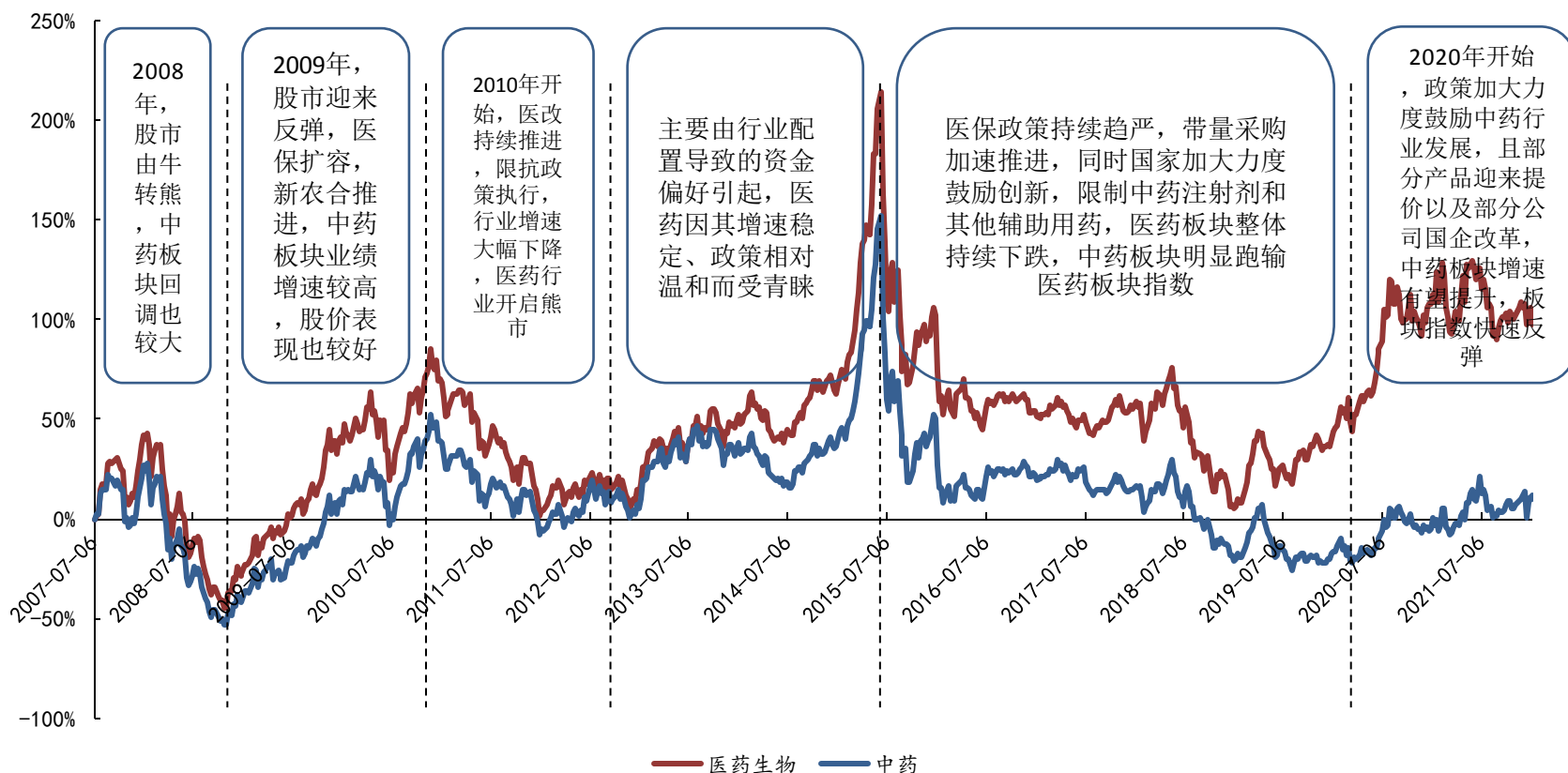


1 中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

1.2 中药板块历史回顾

□ 回顾历史来看，中药板块总共经历3轮牛市行情，最新的一轮启动于2021年，受益于政策推动以及部分企业的积极变化，中药板块增速有望迎来提升，板块指数也快速反弹。

中药板块历史回顾

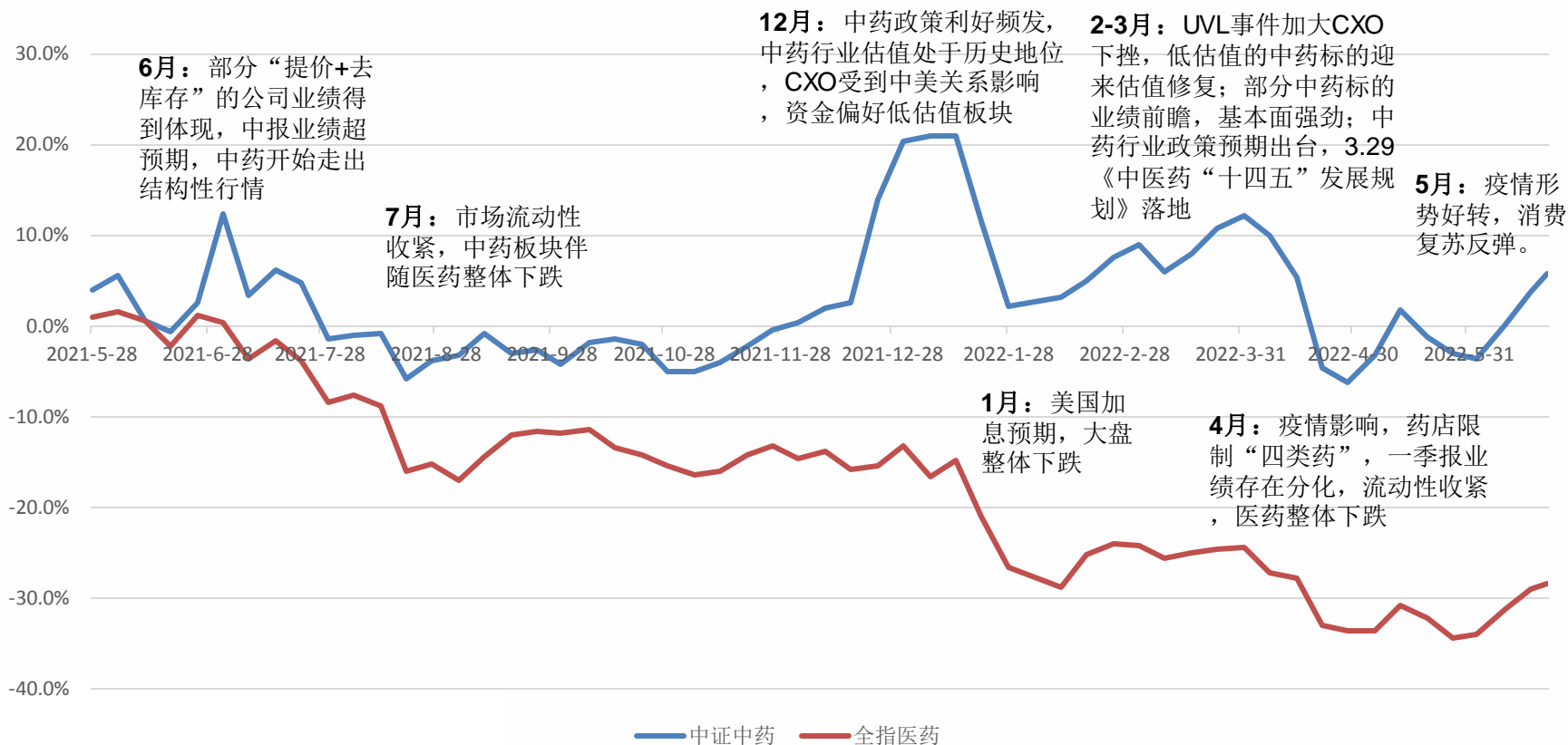


1 中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

1.2 中药板块历史回顾

□ 回顾最近一年中药板块，整体受到“政策利好+估值底+业绩改善”三重利好，行业迎来β行情。

中药板块历史回顾



数据来源：Wind，西南证券整理

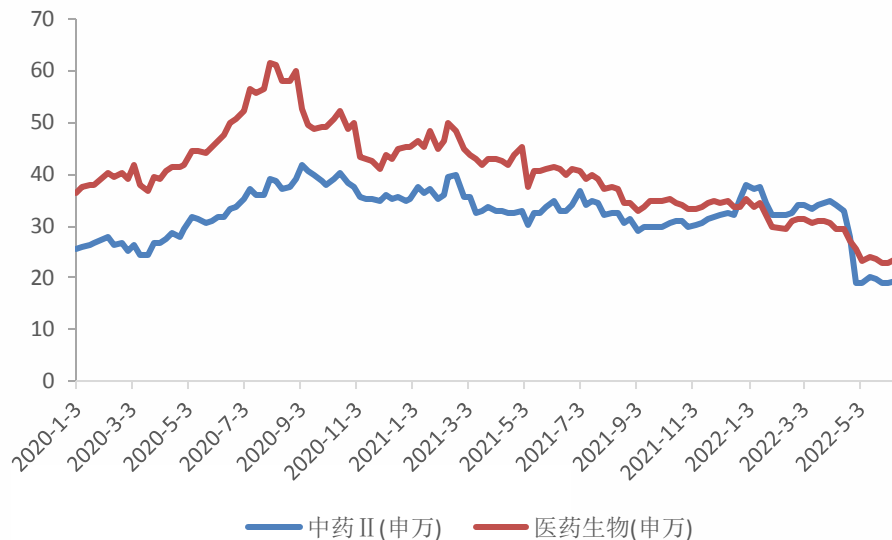
www.swsc.com.cn

1 中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

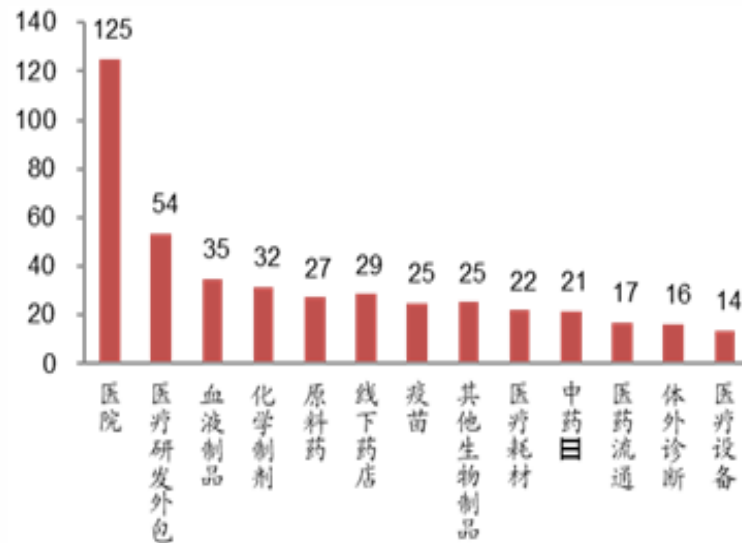
1.3 中药年初至今估值复盘

- **估值仍然具有性价比，低估值板块有望迎来β行情。** 中药板块平均估值为21倍，位居申万医药13个子板块中排名倒数第四，略低于申万医药的24.5倍的估值水平。随着三月以来疫情影响，及“四类药”限制，行业估值快速下跌，近期随着防疫形势的逐步好转，估值有望得到回升。部分基本面良好的中药标的，前期大幅回落有望迎来估值修复。

年初至今中药及申万医药的估值变化



申万医药各个子板块的估值 (2022.6.30)

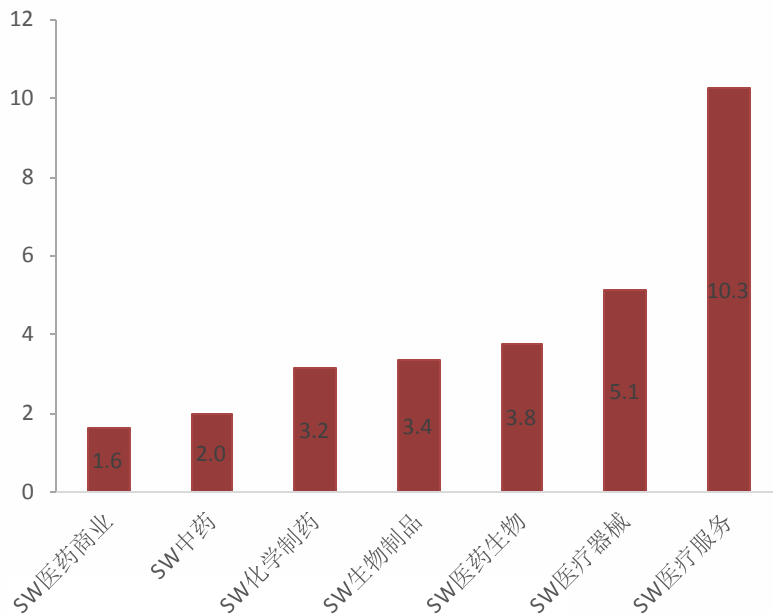


1 中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

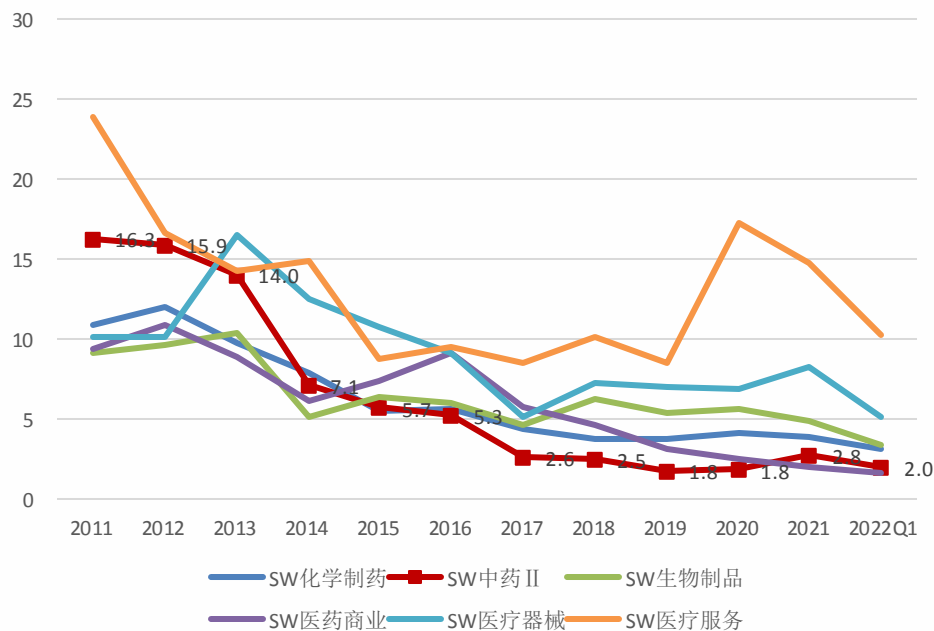
1.4 中药板块机构持仓处于历史低位

- 基金持仓比例位于历史低位。截至2022Q1中药的基金持仓比例为2%，仅仅高于医药商业，整体机构持仓占比不高。纵向来看，中药的基金持仓占比从2011年以来一直持续下降，2011年中药的机构持仓占比达到16.3%，处于医药各个子板块的行业第二。

2022Q1基金持股比例



申万医药各个子板块基金持仓比例变化

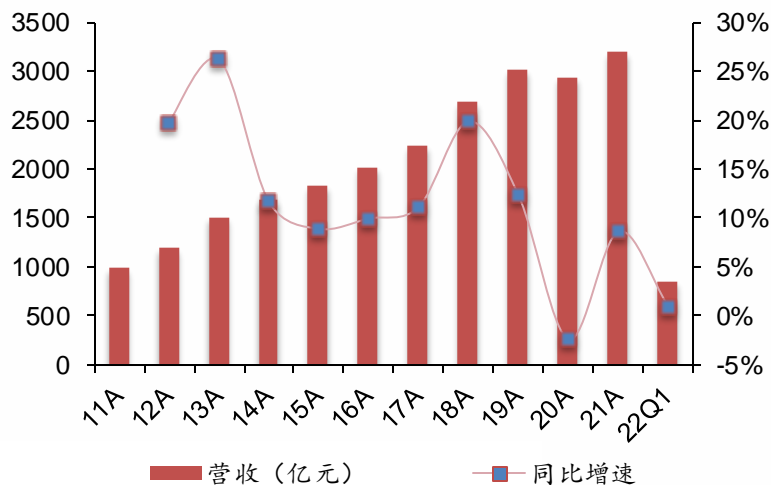


1 中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

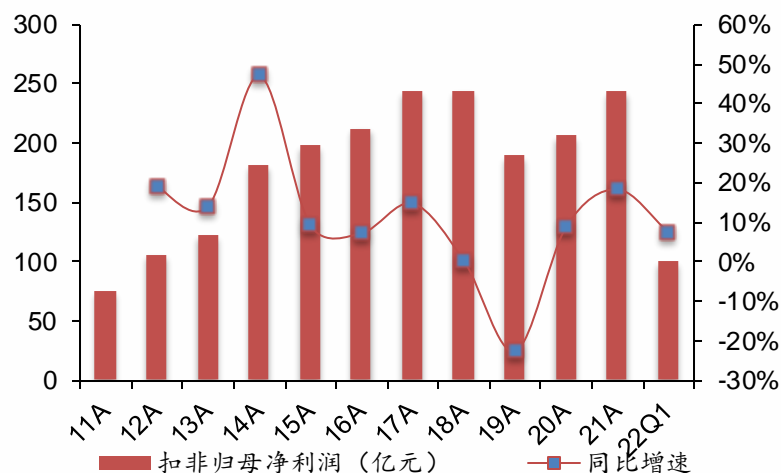
1.5 中药板块收入和归母净利润增速低点已过

- 2011年-2021年，中药板块收入从979亿元增长到3190亿元，收入复合增速为12.54%，归母净利润从74.45亿元增长到2021年的242.84亿元，归母净利润复合增速为12.55%。
- 2018年开始，中药注射剂因不良事件较多，且疗效不明确，被医保限制使用，中药板块业绩整体开始承压，收入和归母净利润增速逐步下滑，2020年受疫情影响，收入和归母净利润增速降至最低点，2021年开始逐步回升。

中药板块收入情况



中药板块扣非归母净利润情况



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

1 中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

1.6 中药板块2021年年报及2022Q1总结

- **行业分化加剧，看好品牌中药消费品和中药独家基药品种。**从2021年各个子板块来看，**1) 中药消费品：**持续维持高速增长，2021年收入342亿元（+16.5%），归母净利润48亿元（+35.6%），扣非归母净利润45亿元（+38.9%）。2022Q1收入95亿元（+13.9%），归母净利润15亿元（+26.3%），扣非归母净利润15亿元（+26.6%）。**2) 独家基药：**院内端受到疫情影响较大，毛利大幅提升2021年收入1136亿元（+13.5%），归母净利润增速101亿元（+22.5%），扣非归母净利润87亿元（+17%）。2022Q1收入327亿元（+4.9%），归母净利润38亿元（+12.7%），扣非归母净利润36亿元（+12.3%）。**3) 中药配方颗粒：**2021年收入437亿元（+20%），归母净利润47亿元（+21%），扣非归母净利润26亿元（+38.4%），2022Q1收入63亿元（+3.5%），归母净利润11亿元（+25.1%），扣非归母净利润10亿元（+18.6%）。**4) 中药注射剂和普药：**业绩承压明显，行业分化加剧。中药注射剂2021年收入289亿元（+1.7%），归母净利润14亿元（-54.5%）；2022Q1收入61亿元（-10.7%），归母净利润7亿元（-17.8%）。

	中药（65家）		中药消费品（7家）		独家基药（16家）		配方颗粒（3家）		中药创新药（3家）		普药（18家）		中药注射剂（8家）	
	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1
营收（亿元）	3,190	849	342	95	1,136	327	437	63	147	40	296	78	289	61
同比增速	8.6%	0.9%	16.5%	13.9%	13.5%	4.9%	20.0%	3.5%	17.3%	-14.6%	9.4%	10.7%	1.7%	-10.7%
	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1
归母净利润（亿元）	285.92	91.46	48.14	15.43	101.29	37.97	46.73	10.79	17.65	6.25	25.20	7.13	14.37	7.02
同比增速	5.6%	1.1%	35.6%	26.3%	22.5%	12.7%	21.0%	25.1%	13.4%	-20.3%	9.0%	-9.8%	-54.5%	-17.8%
扣非归母净利润（亿元）	242.84	99.44	45.43	14.78	86.51	36.49	25.67	10.03	16.60	6.26	20.22	6.63	7.71	4.49
同比增速	18.3%	7.4%	38.9%	26.6%	17.0%	12.3%	38.4%	18.6%	9.7%	-18.9%	11.0%	5.9%	-72.6%	-40.8%
	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1
毛利率	46%	46%	52%	53%	36%	38%	59%	53%	67%	65%	52%	49%	62%	62%
四费率	33%	30%	31%	31%	26%	23%	43%	33%	52%	45%	41%	36%	54%	52%
净利率	10%	11%	16%	18%	9%	12%	11%	17%	12%	15%	9%	10%	4%	11%
扣非归母净利率	8%	12%	13%	16%	8%	11%	6%	16%	11%	15%	7%	9%	3%	7%
销售费用率	25%	23%	22%	23%	19%	19%	35%	24%	37%	32%	31%	27%	42%	39%
管理费用率	5%	5%	7%	6%	4%	3%	6%	5%	5%	5%	7%	6%	7%	8%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%
研发费用率	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	9%	8%	3%	3%	3%	2%

目 录

中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

2.1政策：政策利好逐步进入兑现期

2.2业绩：提价释放业绩，库存清理接近尾声

2.3混改：国企混改收官之年，股权激励相继落地

政策边际向好，三维度看中药细分领域

3.1中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

3.2中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

3.3中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

3.4中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.5中药材质量控制：中药材质量标准推动行业快速发展

3.6中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔

投资建议及风险提示

2 中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

2.1 中药政策利好中药行业发展

- **供给端：加快中药创新药上市。**2021年1月国务院办公厅发布《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》，优化具有人用经验的中药新药审评审批，有利于中药创新药获批上市速度和时间加快。2022年1月，国家药监局药审中心网站发布《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则（征求意见稿）》，针对在中医药理论、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，有利于临床试验更加科学进行。2022年工信部等九委发布《十四五医药工业发展规划》，表示要加大对中医药科技创新的支持力度，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。推动设立中医药关键技术装备项目。该政策将大力推动创新产品的研发。
- **支付端：医保准入与集采，政策利好明显。**2021年国家医疗保障局和国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，五方面充分发挥医保对于中医药的传承作用：1）将符合条件的中医医药机构纳入医保定点；2）加强中医药服务价格管理；3）将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围；4）完善中医药特点的支付方式；5）强化医保基金管理。此外中药集采从2020年开始陆续温和开展。湖北省发布《中成药省际联盟集中带量采购公告（第1号）》，其口服制剂降幅较小。广东省发布《广东联盟清开灵等中成药集中带量采购文件》，其独家品种降幅温和。
- **需求端：中治率与DRG/DIP利好中医医疗服务机构需求。**2022年1月浙江省医保局发布《浙江省医疗保障局关于支持中医药传承创新发展的实施意见》，将在2021年度DRG支付清算工作中，在省内落实将中医医疗机构中治率与医保支付正向激励挂钩。这意味着中医药服务的管理也开始转向量化方向发展，并有望将“中治率”纳入中医医疗机构的日常考核，中药饮片、中医医疗服务、中成药都将获得政策的实质性推动。2021年12月发布的《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》中指出中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组(DRG)付费，已实行地区可适当调高分值，增加中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，中医药医疗服务价格有望上调。

2 中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

2.1 中药政策利好中药行业发展

中药利好政策

	时间	发布的政策部门	政策名称	主要内容及意义
中药创新药	2021年1月22日	国务院办公厅	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	1. 优化中药审评审批管理。2. 优化具有人用经验的中药新药审评审批，对符合条件的中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方、同名同方药等，研究依法依规实施豁免非临床安全性研究及部分临床试验的管理机制。优化古代经典名方中药复方制剂注册审批。3. 保障落实政府投入。多方增加社会投入。加强融资渠道支持。4. 完善中西医结合制度。完善西医学习中医制度。2021级起，将中医药课程列为本科临床医学类专业必修课和毕业实习内容。
	2022年1月5日	国家药监局药审中心	《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则（征求意见稿）》	1. 本指导原则在《药品注册管理办法》《药物研发与技术审评沟通交流管理办法》基础上，明确了在“三结合”审评证据体系下研发的中药新药，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，不涉及具体的审评技术要求。
	2022年1月30日	工信部等九部委	《十四五医药工业发展规划》	1. 大力推动创新产品研发。推进中药守正创新，开发与中药临床定位相适应、体现其作用特点和优势的中药新药。以临床价值为导向，以病证结合、专病专药或证候类中药等多种方式开展中药新药研制，重点开展基于古代经典名方中药复方制剂研制，以及医疗机构中药制剂向中药新药转化；深入开展中药有效物质和药理毒理基础研究；开展中成药二次开发，发展中药大品种。2. 推动企业持续开展产品上市后研究，提升质量控制水平，加强安全性和有效性评价，系统提升中药质量。
医保支付端	2021年12月30日	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》	1. 将符合条件的中医医药机构纳入医保定点。2. 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。3. 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。4. 中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组（DRG）付费，对已经实行DRG和按病种分值付费的地区，适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值。5. 支持基层医疗机构提供中医药服务。
	2022年1月17日	浙江省医保局	《关于支持中医药传承创新发展的实施意见》	2021年度DRG支付清算工作中，各地应全面实行中医医疗机构中治率与医保支付挂钩的正向激励机制。中治率系指中医医疗机构住院中药饮片、中医医疗服务项目、中成药三项收入之和占住院医疗收入比例。
集采	2022年4月8日	广东省药品交易中心	《广东联盟开灵等中成药集中带量采购文件》	广东省药品交易中心发布53个品种，361个品规的中选结果。整体平均降幅56%，中标率54%。测算出非独家拟中标产品的平均降幅为-67.8%，独家产品拟中标平均降幅为-21.8%。独家品种1组降幅18%，独家品种2组平均降幅19.4%，独家品种3组平均降幅24.5%，非独家A组平均降幅55.3%，非独家B组降幅84.2%。
	2021年12月27日	湖北省医保局	《中成药省际联盟集中带量采购拟中选结果公示》	湖北省发布结果，共涉及19省，涉及17个产品组共76个品种。湖北联盟平均降幅为42.27%，17个产品组76个品种中，共有46个品种111种规格中选，企业中选率约为62%，品种中选率约为53.37%。各组中选率均在35%以上（按品规计），

2 中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

2.1 中药政策利好中药行业发展

	利好方向	利好程度
创新药	中药新药获批数量增加	2021年全国一共44款国产创新药，其中中药有12个，中药创新药的获批数量超过了最近五年中药新药总和
中药配方颗粒	1、销售医院覆盖范围增加 2、产品用量和价格大幅提升 3、医保支付友好	1、2021年2月中药配方颗粒试点放开，过去仅限于二级以上医院，目前已经放开到全国，行业快速扩容； 2、推动“国标”替换“省标”，产品用量增加，价格大幅提升； 3、各地加快配方颗粒纳入医保，同时配方颗粒仍然可以进院加成25%销售，配方颗粒纳入地方“中治率”考核
中医医疗服务	提升中医医疗服务和中药需求，扩大中医医疗服务机构覆盖网络	1、加快纳入医保定点资质，中医医疗服务和中药加快纳入医保； 2、暂不纳入DRG/DIP付费； 3、考核“中治率”； 4、力争2022年社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆的比例从81.29%提升至100%。2020年到2025年中医医疗机构数量从7.23万个提升到9.5万个，中医医院数量从5482个提升到6300个，每千人口公立中医医院床位数从0.68张提升到0.85张；县办中医医疗机构覆盖率从86.86%提升至100%。
中药集采	相对化药降幅温和；独家品种降幅小，全国集采风险不大	广东省药品交易中心发布53个品种，361个品规的中选结果。整体平均降幅56%，测算出非独家拟中标产品的平均降幅为-67.8%，独家产品拟中标平均降幅为-21.8%。
中医人才培养	提高中医医生供给	一是扩大基层人才供给。持续开展全国基层名老中医药专家传承工作室建设，到2025年，为每个二级以上县级中医医疗机构建立1—2个传承工作室，培养一批基层人才。二是推动人才向基层流动。中医医师晋升副高级职称应当有累计1年以上县级以下或对口支援的医疗机构提供服务的经历。到2025年，社区卫生服务站至少配备1名中医类别医师或能够提供中医药服务的临床类别医师，80%以上的村卫生室至少配备1名能够提供中医药服务的医务人员

2 中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

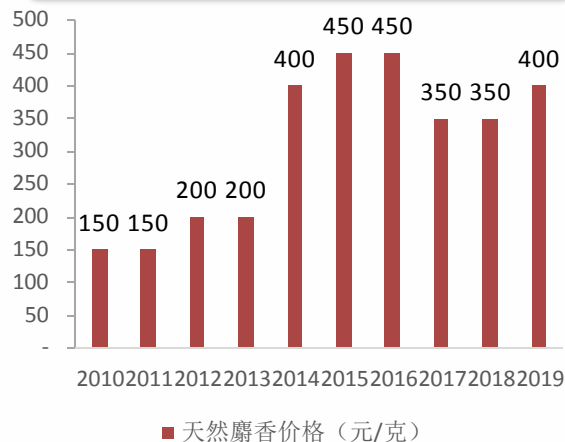
2.2 提价逻辑逐步兑现

- **上游中药材迎来涨价，部分品种完成提价。** 2021年以来伴随着CPI的上涨，上游中药材也迎来一波价格上涨的行情，根据康美中药网，名贵中药材天然牛黄价格持续上涨，其余中药品种三七、天然麝香均有不同程度提价。本轮推动中药材价格上涨主要原因是供需两端不平衡造成，一方面疫情导致中药材需求量上升，动物源药材供给增长相对有限，另一方面异常天气增多对中药材产品造成极大影响。

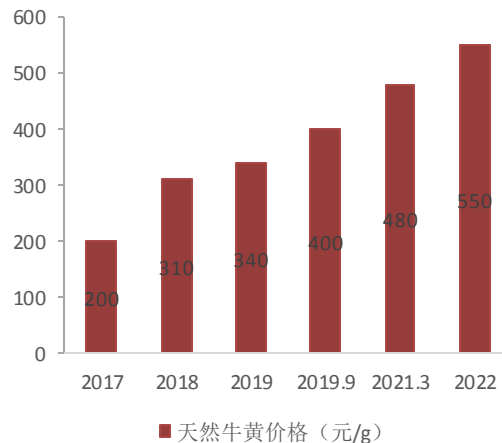
中国成都中药材价格指数



天然麝香价格



天然牛黄价格



2 中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

2.2 提价逻辑逐步兑现

- 同仁堂核心产品于2021年底和2022年初提价。安宫牛黄丸终端价提升10.3%至860元/粒。同仁牛黄清心丸终端价和批发价（含税）均提升12.8%，达到880元/盒和765元/盒。跌打丸OTC终端价提升45%至20元/盒；牛黄清胃丸终端价提升65%至19.8元/瓶；壮骨药酒323ml和600ml两个规格终端价分别提升25%/30%至450元/瓶和780元/瓶；同仁乌鸡白凤丸OTC终端价提升16%至80元/盒；局方至宝丸终端价提升12.5%至898元/丸。
- 广誉远的安宫牛黄丸从2022年3月起提价。其中双天然铁盒终端价提升14%至5880元/盒，双天然木盒6丸/盒和18丸/盒两个规格终端价均提升6.3%至3360元/盒和10080元/盒。
- 健民集团的龙母壮骨颗粒于2020年底提价，30袋提升幅度超100%，60袋提升幅度超50%。
- 太极集团于2020年底提价。藿香正气口服液提升12%至10元/盒（5支装），急支糖浆从8.5-15元/瓶提升至28-45元/瓶。通天口服液从2.8元/支提升至5.5-7元/支。鼻窦炎口服液出厂价提升20-30%，终端价提升2-3倍。
- 片仔癀锭剂终端价于2020年1月提升11.3%至590元/粒。东阿阿胶的阿胶浆于2018年1月提价5%。云南白药的散剂出厂价于2022年1月提升13.5%。马应龙的痔疮膏（10g）于2021年提价。
- 九芝堂于2021年1月提价。其中六味地黄丸（520丸/盒）提升10%至48元/盒，天然安宫牛黄丸提升12%至598元/丸，体培安宫牛黄丸1丸/盒和2丸/盒分别提升25%/20%至398元/盒和598元/盒。牛黄解毒丸提价超30%至15元/盒。逍遥丸、上清丸、通宣理肺丸盒银翘解毒丸均提价超25%。

2 中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

2.2 提价逻辑逐步兑现

公司	产品	价格	最近一次提价	提价幅度	公司	产品	价格	最近一次提价	提价幅度
片仔癀	片仔癀（锭剂）	590元/粒（终端）	2020年1月	11.30%	云南白药	云南白药散剂	出厂价提价	2022年1月	13.5%
同仁堂	安宫牛黄丸	860元/粒（终端）	2021年12月	10.26%	健民集团	龙牡壮骨颗粒	30袋	2020年底	超100%
	同仁牛黄清心丸	880元/盒（终端） 765元/盒（批发含税） 676元/盒（批发无税）	2022年1月	12.82% 12.83% 12.67%			60袋	2020年底	超50%
	跌打丸OTC	20元/盒（终端） 17.4元/盒（批发含税） 15.4元/盒（批发无税）	2022年1月	45% 45% 45.01%	马应龙	马应龙痔疮膏（10g）		2021年	提价
	牛黄清胃丸	19.8元/瓶（终端） 17.2元/瓶（批发含税） 15.22元/瓶（批发无税）	2022年1月	65% 65.38% 65.43%	太极集团	藿香正气口服液	10元/盒（5支装）	2021年12月	12%
	壮骨药酒323ml	450元/瓶（终端） 346.02元/瓶（批发无税）	2022年1月	25% 24.92%		太极急支糖浆	28-45元/瓶	2020年底	从8.5-15元/瓶提价到28-45元/瓶
	壮骨药酒600ml	780元/瓶（终端） 600元/瓶（批发无税）	2022年1月	30% 29.88%		通天口服液	5.5-7元/支	2020年底	从2.8元/支提价到5.5-7元/支
	同仁乌鸡白凤丸OTC	80元/盒（终端） 61.59元/盒（批发无税）	2022年1月	15.94% 15.99%		鼻窦炎口服液	4.5元/支	2020年底	出厂提价20%-30% 终端提价2-3倍
	局方至宝丸	898元/丸（终端） 4680元/盒（批发含税） 4141.59元/盒（批发无税）	2022年1月	12.53% 12.42% 12.42%	九芝堂	六味地黄丸	48元/盒（520丸/盒）	2021年1月	10%
东阿阿胶	阿胶浆		2018.1	5.00%		安宫牛黄丸（天然牛黄）（1丸/盒）	598元/丸	2021年1月	12%
广誉远	安宫	双天然铁盒（3g/丸*1丸/盒*6盒） 5880元/盒（定价）	2022年3月	14.0%		安宫牛黄丸（体培牛黄）（2丸/盒）	598元/盒	2021年1月	20%
	安宫	双天然木盒（3g/丸*1丸/盒*2盒） 3360元/盒（定价）	2022年3月	6.3%		安宫牛黄丸（体培牛黄）（1丸/盒）	398元/盒	2021年1月	25%
	安宫	双天然木盒（3g/丸*1丸/盒*6盒） 10080元/盒（定价）	2022年3月	6.3%		牛黄解毒丸	15元/盒（3g*10丸/盒）	2021年1月	超30%
						逍遥丸	29.9元/盒（360丸/盒）	2021年1月	超25%
						上清丸	18元/盒（9g*10丸/盒）	2021年1月	超25%
						通宣理肺丸	18元/盒（6g*10丸/盒）	2021年1月	超25%
						银翘解毒丸	16.9元/盒（10丸/盒）	2021年1月	超25%

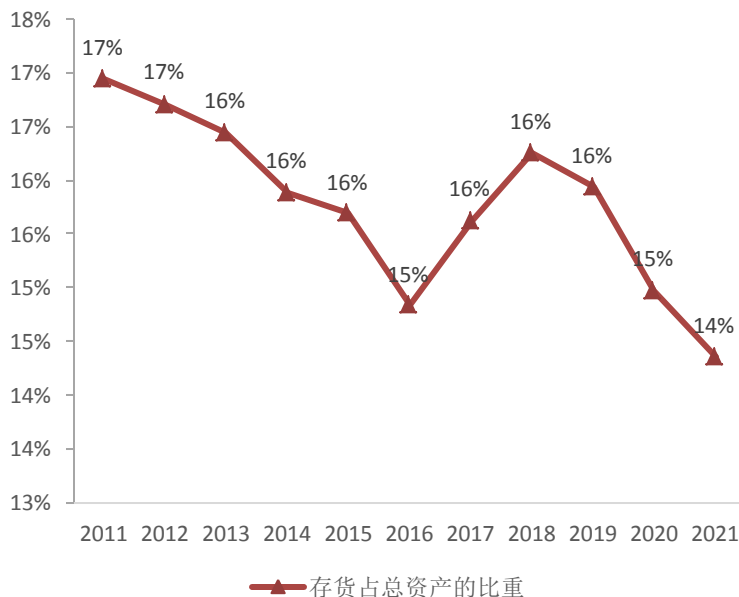
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

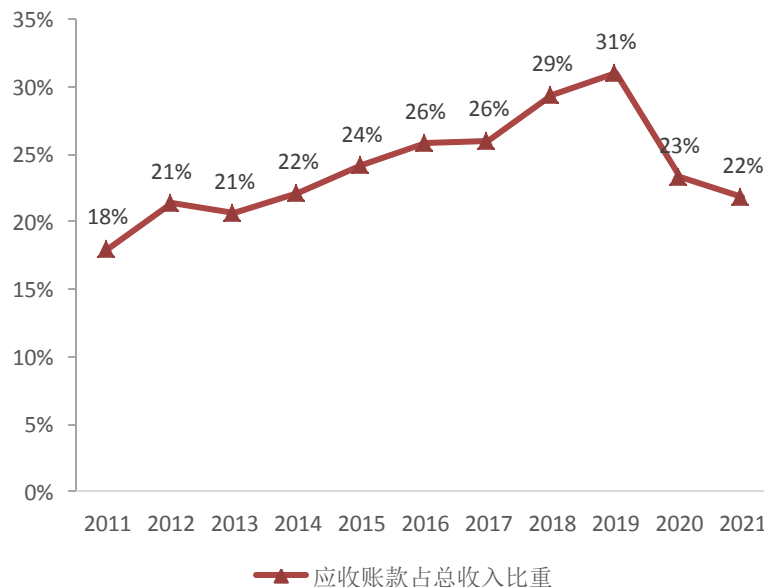
2.2 行业去库存接近尾声，库存周转加快

- ❑ **渠道库存逐步清理，库存周转加快。**上市公司存货占总资产的比重从2016年一直上升至2018年，随后中药行业开始一遍清理库存的周期。2019-2021年存货占总资产的比重下降幅度明显。
- ❑ **应收账款占营业收入的比重下降。**伴随着行业去库存，71家中药上市公司应收账款占营业收入的比重下降，到2021年应收账款占营业收入的比重从2019年的峰值下降至2021年的22%。

存货占总资产的比重



应收账款占营业收入的比重



数据来源：Wind，西南证券整理

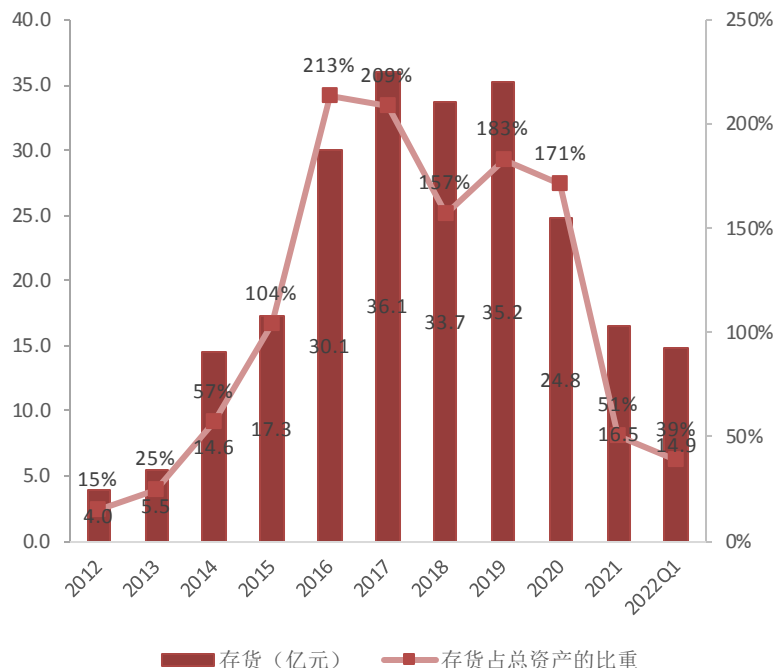
注：样本为71家中药行业的上市公司，根据申万中药样本公司，剔除被ST的中药公司

2 中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

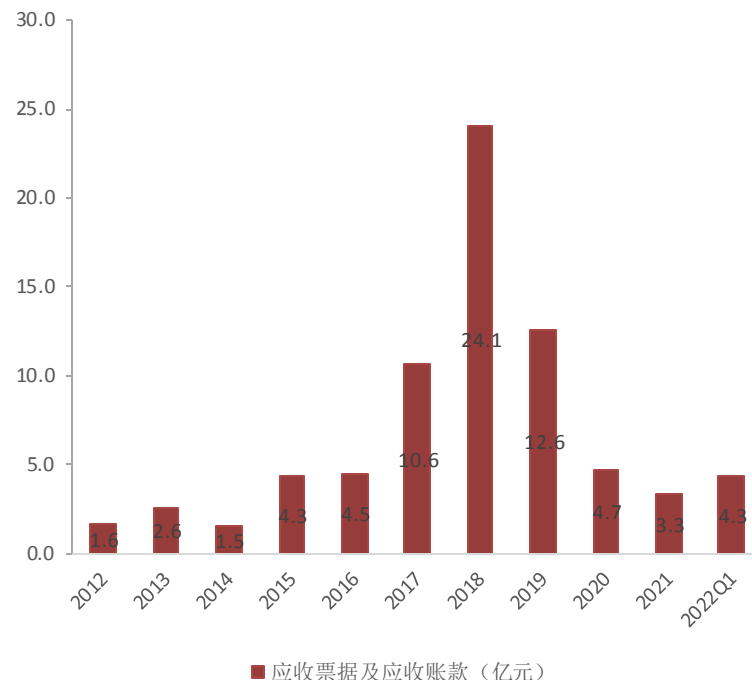
2.2 行业去库存接近尾声，库存周转加快

- **东阿阿胶**：公司历史以来不断通过提价战略导致渠道库存积压，从2014-2017年存货情况都持续上升，2018-2019年都维持在高位。从2019年公司战略实现转型，逐渐进入渠道库存清理阶段，在实现短暂阵痛期之后，库存水平和应收账款已经大幅降低，业绩实现迅速反弹。

东阿阿胶的存货情况



东阿阿胶的应收票据及应收账款



2 中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

2.3 国企混改收官之年，股权激励相继落地

- 中药行业国企混改加速落地，上半年广誉远、太极集团、达仁堂实现实际控制人变更，部分中药企业完成了董监高换届选举，华润三九推行了股权激励计划。中药企业通过理清股权关系，完善公司治理机制，提高员工的积极性等方式，后续将快速释放国企混改红利，迎来业绩的快速增长。2022年5月18日，国企改革三年行动专题推进会上提出，要继续加大优质资产注入上市公司力度，集团公司要系统梳理未上市和已上市资源，结合实际逐步将现有未上市的优质资产有计划地注入上市公司。

中药行业国企混改历程

云南白药

- 2018.11国企混改落地，云南省国资委与新华都成为并列第一大股东
- 2019.10第一期员工持股计划
- 2020.6首批股权激励方案
- 2021.3第二批股权激励方案

达仁堂：

- 2021.3医药集团完成股权转让，引入战投津沪深公司为战略股东

广誉远：

- 2021.6晋创投资转为控股股东，实际控制人由郭家学变更为山西省国资委

太极集团：

- 2020.10发布增资协议，引入中国医药有限公司，国务院国资委成为实际控制人
- 2021.5完成董监高换届

2 中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

2.3 国企混改收官之年，股权激励相继落地

□ 中药行业一共有18家企业是国资控股，国资比例接近27%。

中药行业国资背景统计

证券代码	证券简称	实际控制人属性	实际控制人名称
000919.SZ	金陵药业	地方国资委	南京市人民政府国有资产监督管理委员会
002349.SZ	精华制药	地方国资委	南通市人民政府国有资产监督管理委员会
002644.SZ	佛慈制药	地方国资委	兰州市人民政府国有资产监督管理委员会
300026.SZ	红日药业	地方国资委	成都市人民政府国有资产监督管理委员会
300534.SZ	陇神戎发	地方国资委	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会
600085.SH	同仁堂	地方国资委	北京市人民政府国有资产监督管理委员会
600222.SH	太龙药业	地方国资委	郑州高新技术产业开发区管委会
600252.SH	中恒集团	地方国资委	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会
600332.SH	白云山	地方国资委	广州市人民政府国有资产监督管理委员会
600436.SH	片仔癀	地方国资委	漳州市人民政府国有资产监督管理委员会
600479.SH	千金药业	地方国资委	株洲市人民政府国有资产监督管理委员会
600572.SH	康恩贝	地方国资委	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会
600771.SH	广誉远	地方国资委	山西省人民政府国有资产监督管理委员会
000538.SZ	云南白药	国资委	云南省人民政府国有资产监督管理委员会
000423.SZ	东阿阿胶	国资委	国务院国有资产监督管理委员会
000999.SZ	华润三九	国资委	国务院国有资产监督管理委员会
600129.SH	太极集团	国资委	国务院国有资产监督管理委员会
600750.SH	江中药业	国资委	国务院国有资产监督管理委员会

目 录

中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

2.1政策：政策利好逐步进入兑现期

2.2业绩：提价释放业绩，库存清理接近尾声

2.3混改：国企混改收官之年，股权激励相继落地

政策边际向好，三维度看中药细分领域

3.1中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

3.2中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

3.3中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

3.4中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.5中药材质量控制：中药材质量标准推动行业快速发展

3.6中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔

投资建议及风险提示

3 政策边际向好，三维度看中药细分领域

- **行业分化加剧，看好中药消费品。**从2021年各个子板块来看，1) 中药消费品：持续维持高速增长，2021年收入342亿元（+16.5%），归母净利润48亿元（+35.6%），扣非归母净利润45亿元（+38.9%）。2022Q1收入95亿元（+13.9%），归母净利润15亿元（+26.3%），扣非归母净利润15亿元（+26.6%）。2) 独家基药：院内端受到疫情影响较大，毛利大幅提升2021年收入1136亿元（+13.5%），归母净利润增速101亿元（+22.5%），扣非归母净利润87亿元（+17%）。2022Q1收入327亿元（+4.9%），归母净利润38亿元（+12.7%），扣非归母净利润36亿元（+12.3%）。3) 中药配方颗粒：2021年收入437亿元（+20%），归母净利润47亿元（+21%），扣非归母净利润26亿元（+38.4%），2022Q1收入63亿元（+3.5%），归母净利润11亿元（+25.1%），扣非归母净利润10亿元（+18.6%）。4) 中药注射剂和普药：业绩承压明显，行业分化加剧。中药注射剂2021年收入289亿元（+1.7%），归母净利润14亿元（-54.5%）；2022Q1收入61亿元（-10.7%），归母净利润7亿元（-17.8%）。

中药子板块2021年和2022Q1业绩速览

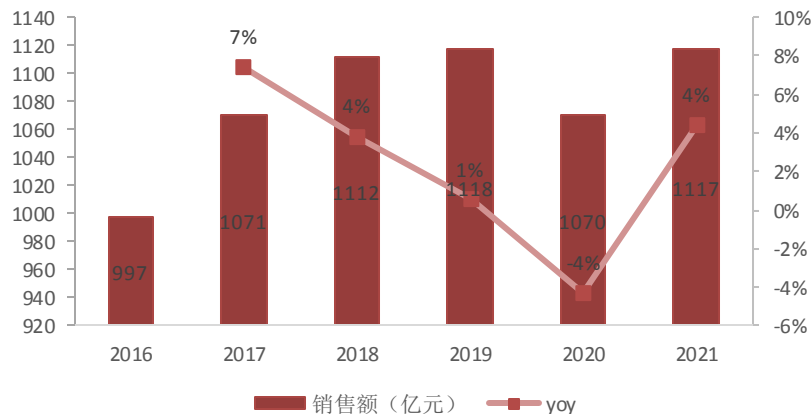
	中药（65家）		中药消费品（7家）		独家基药（16家）		配方颗粒（3家）		中药创新药（3家）		普药（18家）		中药注射剂（8家）	
	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1
营收（亿元）	3,190	849	342	95	1,136	327	437	63	147	40	296	78	289	61
同比增速	8.6%	0.9%	16.5%	13.9%	13.5%	4.9%	20.0%	3.5%	17.3%	-14.6%	9.4%	10.7%	1.7%	-10.7%
	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1
归母净利润（亿元）	285.92	91.46	48.14	15.43	101.29	37.97	46.73	10.79	17.65	6.25	25.20	7.13	14.37	7.02
同比增速	5.6%	1.1%	35.6%	26.3%	22.5%	12.7%	21.0%	25.1%	13.4%	-20.3%	9.0%	-9.8%	-54.5%	-17.8%
扣非归母净利润（亿元）	242.84	99.44	45.43	14.78	86.51	36.49	25.67	10.03	16.60	6.26	20.22	6.63	7.71	4.49
同比增速	18.3%	7.4%	38.9%	26.6%	17.0%	12.3%	38.4%	18.6%	9.7%	-18.9%	11.0%	5.9%	-72.6%	-40.8%
	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1	21A	22Q1
毛利率	46%	46%	52%	53%	36%	38%	59%	53%	67%	65%	52%	49%	62%	62%
四费率	33%	30%	31%	31%	26%	23%	43%	33%	52%	45%	41%	36%	54%	52%
净利率	10%	11%	16%	18%	9%	12%	11%	17%	12%	15%	9%	10%	4%	11%
扣非归母净利率	8%	12%	13%	16%	8%	11%	6%	16%	11%	15%	7%	9%	3%	7%
销售费用率	25%	23%	22%	23%	19%	19%	35%	24%	37%	32%	31%	27%	42%	39%
管理费用率	5%	5%	7%	6%	4%	3%	6%	5%	5%	5%	7%	6%	7%	8%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%
研发费用率	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	9%	8%	3%	3%	3%	2%

3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

3.1.1 中药消费品是政策避风港，长期稳健增长

- 部分消费属性的中成药品种主要销售渠道在院外市场，院内市场的集采影响较小。根据智研咨询显示，2020年中国城市零售药店终端中成药销售额超过1000亿元。
- 品牌实力具有消费粘性。中成药产品TOP20中，11个产品销售额超过10亿元，阿胶、安宫牛黄丸、感冒灵颗粒位列前三，销售额均超过20亿元。

药店零售终端中成药市场规模



2020年中国城市实体药店终端中成药产品TOP20

排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)	治疗领域 (亚类)
1	阿胶	东阿阿胶	25.3	补血用药
2	感冒灵颗粒	华润三九医药	20.3	感冒用药
3	连花清瘟胶囊	石家庄以岭医药	15.3	感冒用药
4	阿胶	山东福牌阿胶	14.5	补血用药
5	健胃消食片	江中药业	14.1	健胃消食类
6	藿香正气口服液	太极集团重庆培陵制药	12.9	肠道用药
7	京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈菴总厂	11.4	止咳祛痰平喘用药
8	安宫牛黄丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	10.9	脑血管疾病用药
9	舒经健腰丸	白云山陈李济药厂	10.5	风湿性疾病用药
10	蓝芩口服液	杨子江药业集团	10.1	咽喉用药
11	片仔癀	漳州片仔癀药业	9.3	肝炎用药
12	板蓝根颗粒	白云山和记黄埔中药	8.9	清热解毒用药
13	肠炎宁片	江西康恩贝中药	8.4	肠道用药
14	安宫牛黄丸	北京同仁堂科技制药	7.7	脑血管疾病用药
15	益安宁丸	同溢堂药业	6.6	补气用药
16	复方阿胶浆	东阿阿胶	6.5	补血用药
17	复方丹参滴丸	天士力医药集团	6.4	心血管疾病用药
18	消痛贴膏	西藏奇正藏药	6.3	骨科止痛用药
19	金水宝胶囊	江西金水宝制药	6.1	壮腰健肾药
20	铁皮枫斗颗粒	浙江天皇药业	5.8	止咳祛痰平喘用药

3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

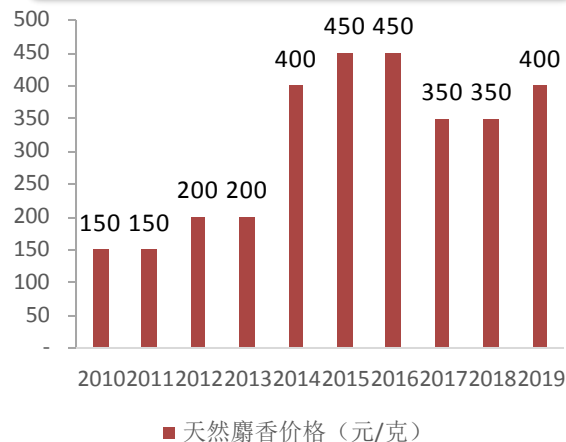
3.1.2 上游原材料持续涨价，成本驱动终端产品提价

□ **上游中药材迎来涨价，部分品种完成提价。**2021年以来伴随着CPI的上涨，上游中药材也迎来一波价格上涨的行情，根据康美中药网，名贵中药材天然牛黄2021年4月市场价格达到480元/g，同比提价20%，其余中药品种三七、天然麝香均有不同程度提价。本轮推动中药材价格上涨主要原因是供需两端不平衡造成，一方面疫情导致中药材需求量上升，动物源药材供给增长相对有限，另一方面异常天气增多对中药材产品造成极大影响。

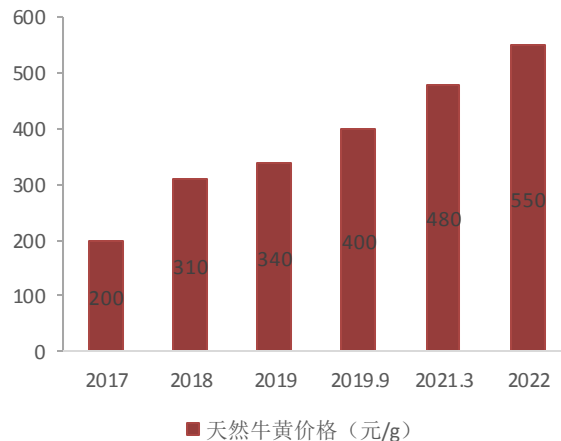
中国成都中药材价格指数



天然麝香价格



天然牛黄价格

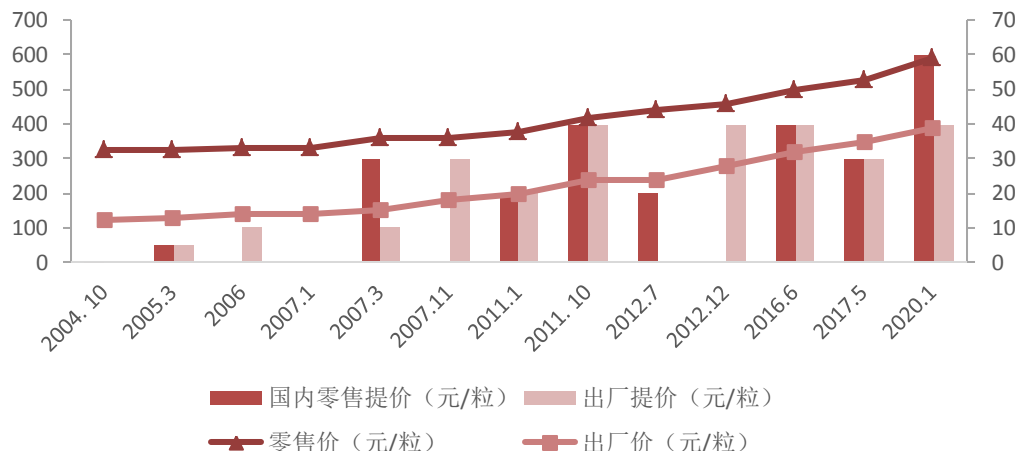


3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

3.1.2 片仔癀持续提价，同仁堂安宫牛黄丸提价10%

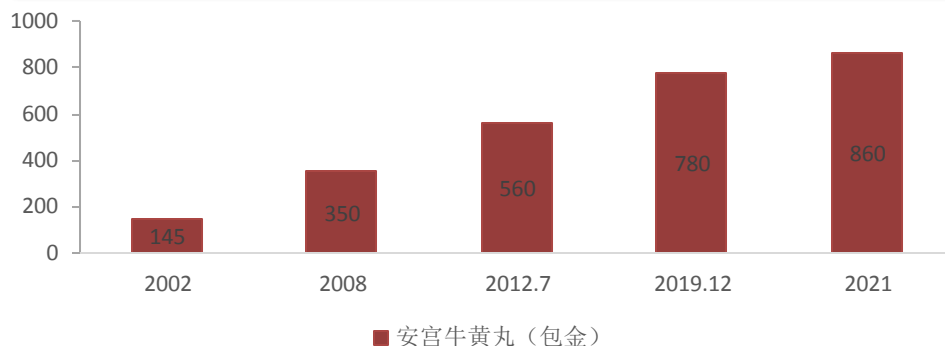
□ **片仔癀提价预期。**强品牌产品提价空间大、频率高。从2004年到2020年片仔癀国内零售价一共提价9次，从325元的零售价提升到了590元，提升81%。出口零售价一共提了10次，从14.5美元/锭提升到了51.8美元/锭，提升257%。

片仔癀历史以来的提价幅度



□ **同仁堂终端零售价提升。**2021年12月1日，同仁堂安宫牛黄丸终端销售价格从780元提升至860元，价格上涨幅为10%。

同仁堂历史以来的提价幅度（元/粒）

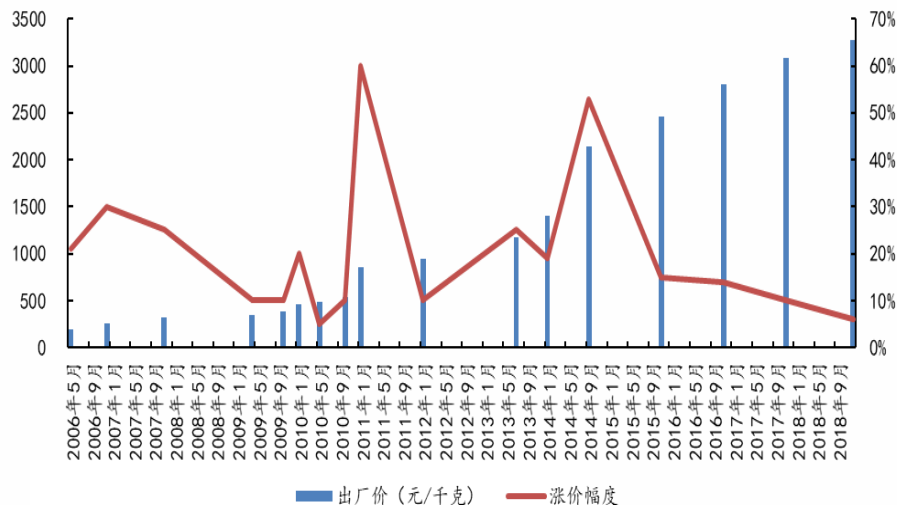


3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

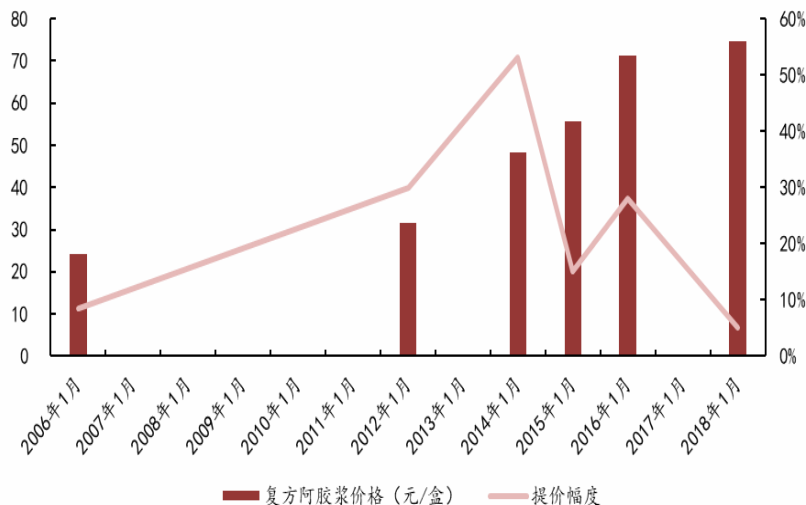
3.1.2 东阿阿胶核心产品阿胶块历史上持续提价

- 东阿阿胶从2006年开始对阿胶产品进行全面提价，截至目前，东阿阿胶共调价17次，最后一次提价在2018年12月，出厂价从2006年5月的196元/千克提升至目前的约3273元/千克，涨幅超过20倍，东阿阿胶也成为市场上价格最高的阿胶产品。目前一盒250g的阿胶可以食用3周，终端价格约为1500元/250g，则日用金额约为70元。
- 复方阿胶浆作为公司主力产品，出厂价也在不断提升，且2014年到2016年连续提价三次，最后一次提价是在2018年1月份，提价幅度为5%。

东阿阿胶阿胶块价格



东阿阿胶复方阿胶浆价格

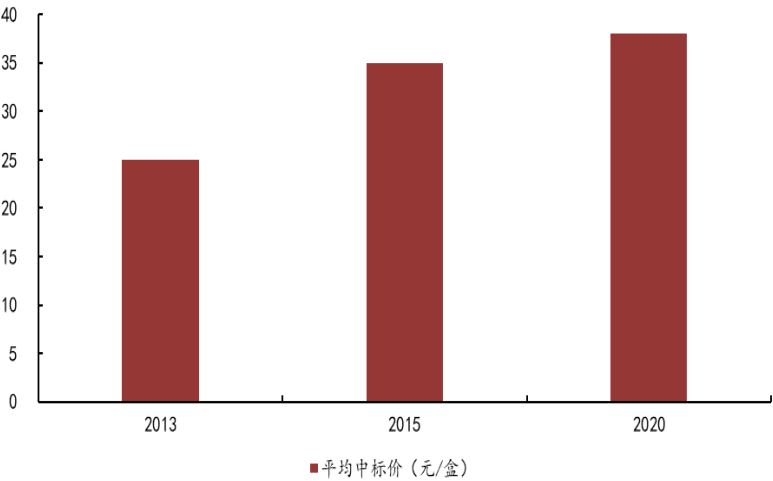


3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

3.1.2 2015年速效救心丸提价，未来有望进一步提价

- 2014年，国家出台低价药政策，企业可以在西药日用金额不超3元，中药日用金额不超5元的范围内自主提价，公司的速效救心丸也属于低价药范畴，公司从2015年开始提价，并在2017年完成，40mg*120粒规格提价前平均中标价在25元左右，日用药金额不到3元，提价后平均中标价在35元以上，日用药金额接近4元，提价之后，2017年开始，公司业绩显著加速。目前速效救心丸日用药金额仍然相对较低，预计未来仍有一定提价空间。

达仁堂速效救心丸平均中标价提升情况



速效救心丸同类产品比较

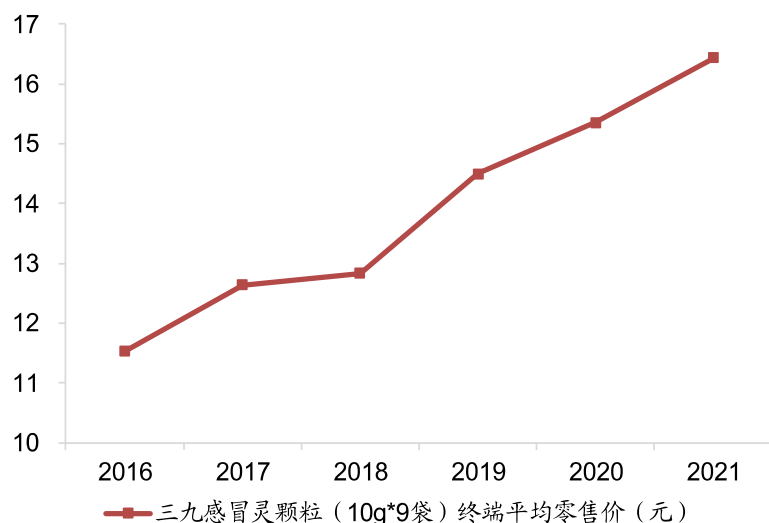
排名	产品	适应症	日用药金额（元）	生产企业
1	复方丹参滴丸	气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛	5.5	天士力
2	复方丹参片	气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛	1.5	白云山、同仁堂、凯合荣图们药业等
3	麝香保心丸	气滞血瘀所致的胸痹；心肌缺血所致的心绞痛、心肌梗死	4	上海和黄药业
4	脑心通胶囊	虚血滞、脉络瘀阻所致中风中经络，半身不遂、肢体麻木、口眼歪斜、舌强语蹇及胸痹心痛、胸闷、心悸、气短；脑梗塞、冠心病心绞痛	8	步长制药
5	速效救心丸	气滞血瘀型冠心病，心绞痛	4	达仁堂
6	心血康	血化瘀，行气止痛，扩张冠脉血管，改善心肌缺血	4	地奥制药
7	硝酸甘油（化药）	冠心病心绞痛；降低血压或治疗充血性心力衰竭	1.8	益民药业、信谊制药、河北医科大学制药厂、兰太药业
8	新活素	心力衰竭	1000	西藏药业

3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

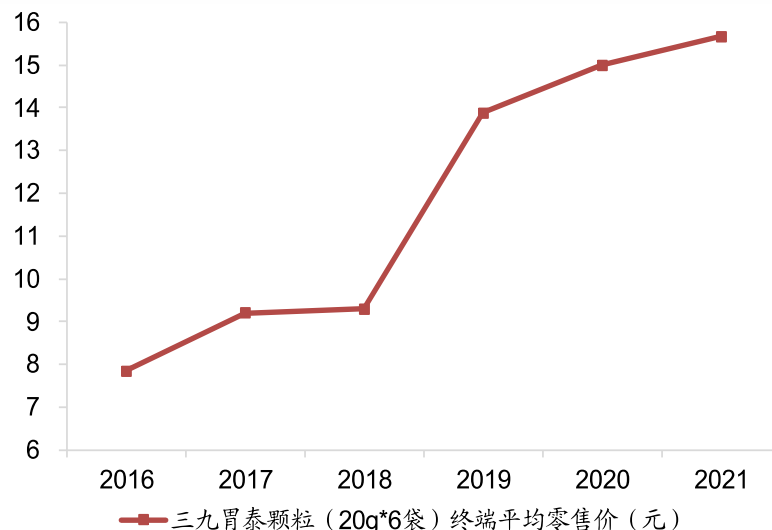
3.1.2 华润三九OTC产品日用金额较低，持续提价

- OTC药品价格自2015年放开之后，根据品牌定位、消费者心理价位及相关竞品定价情况，华润三九陆续对部分产品价格进行了小幅调整，如三九胃泰、感冒灵、强力枇杷露等。通过对互联网终端渠道的平均取样，发现自2016年以来三九感冒灵、三九胃泰等产品价格大幅上涨。三九感冒灵（10g*9袋）终端均价从2016年的11.53元提升至2021年的16.44元，提价幅度为42.6%；三九胃泰（20g*6袋）终端均价从2016年的7.84元提升至2021年的15.67元，提价幅度为99.9%。2021年，华润三九对安宫牛黄丸产品出厂价也进行了小幅上调。

三九感冒灵终端平均零售价变化趋势



三九胃泰终端平均零售价变化趋势



3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

3.1.2 部分中药公司均在不同产品上进行一定程度提价

- ❑ **太极集团**：由于考虑到成本端有同等幅度的原材料价格上涨2021年12月藿香正气口服液出厂价提价12%，预计本次提价增厚收入1亿元，其他品种的挂网招标价格也有不同程度提价，其中包括太极急支糖浆从8.5-15 元/瓶提价到28-45元/瓶，通天口服液从 2.8元/支提价到 5.5 -7 元/支，鼻窦炎原来2.3元/支提价到现在4.5元/支。
- ❑ **马应龙**：10g马痔膏2021年下半年有所提价，未来有望通过各种品规适应不同市场。
- ❑ **寿仙谷**：推出价格更高的灵芝孢子粉片，定位中高端客户群体，一个月服用费用2800元，全年服用费用超过33600元。传统灵芝孢子粉颗粒和粉剂按照4800元/盒，一年4盒，平均一年服用费用大约为19200元。
- ❑ **福瑞股份**：2020年度，公司成功用金装软肝片替代了老软肝片在院外渠道的销售，同时开辟了京东、健客等电商销售渠道，实现了向自主定价销售转变。院外金装提价明显，提升到3.33元/片（京东APP零售价），未来随着较高价格的金装产品在院外渠道的销售放量，公司复方鳖甲软肝片销售收入有望持续增长。

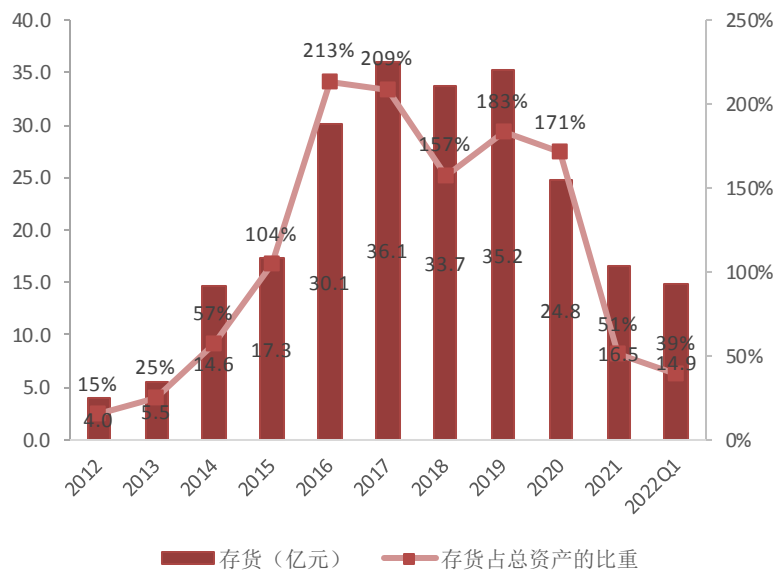


3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

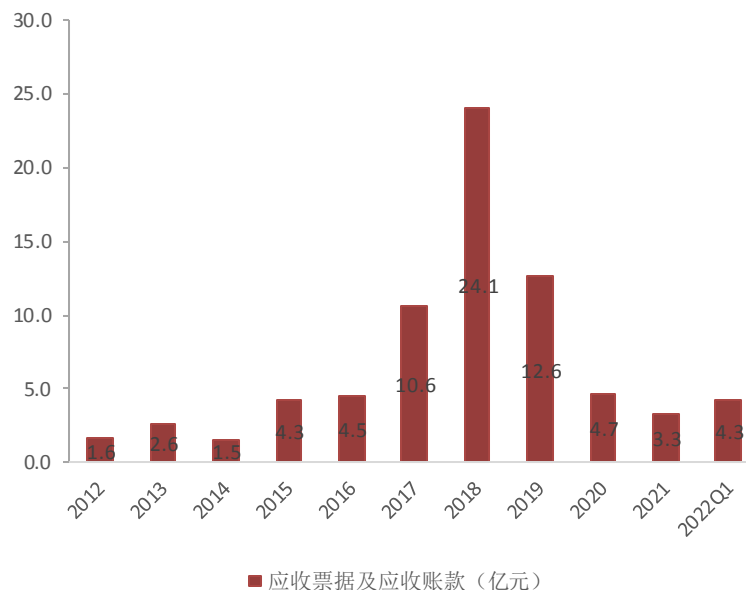
3.1.3 行业去库存接近尾声，库存周转加快

- ❑ **渠道库存逐步清理，库存周转加快。**上市公司存货占总资产的比重从2016年一直上升至2018年，随后中药行业开始一遍清理库存的周期。2019-2021年存货占总资产的比重下降幅度明显。
- ❑ **应收账款占营业收入的比重下降。**伴随着行业去库存，71家中药上市公司应收账款占营业收入的比重下降，到2021年应收账款占营业收入的比重从2019年的峰值下降至2021年的22%。

存货占总资产的比重



应收账款占营业收入的比重



数据来源：Wind，西南证券整理

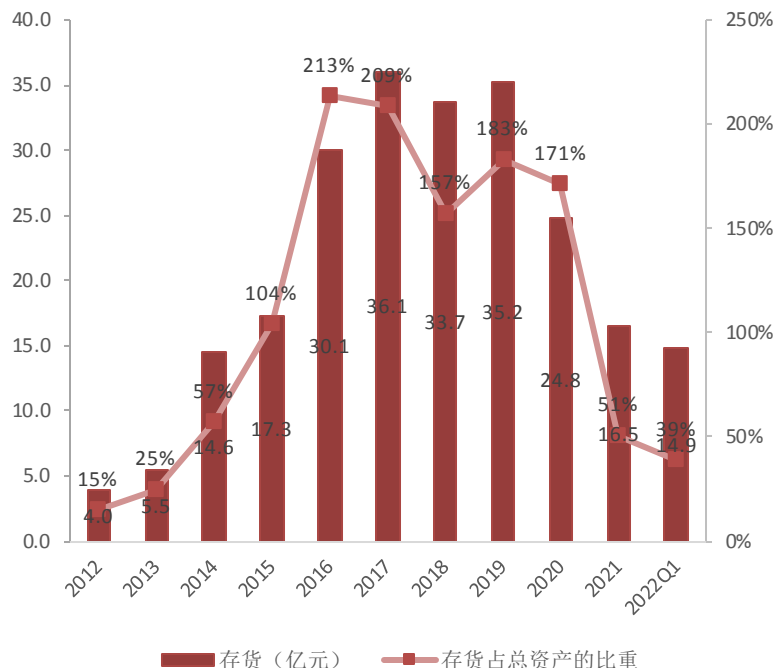
注：样本为71家中药行业的上市公司，根据申万中药样本公司，剔除被ST的中药公司

3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

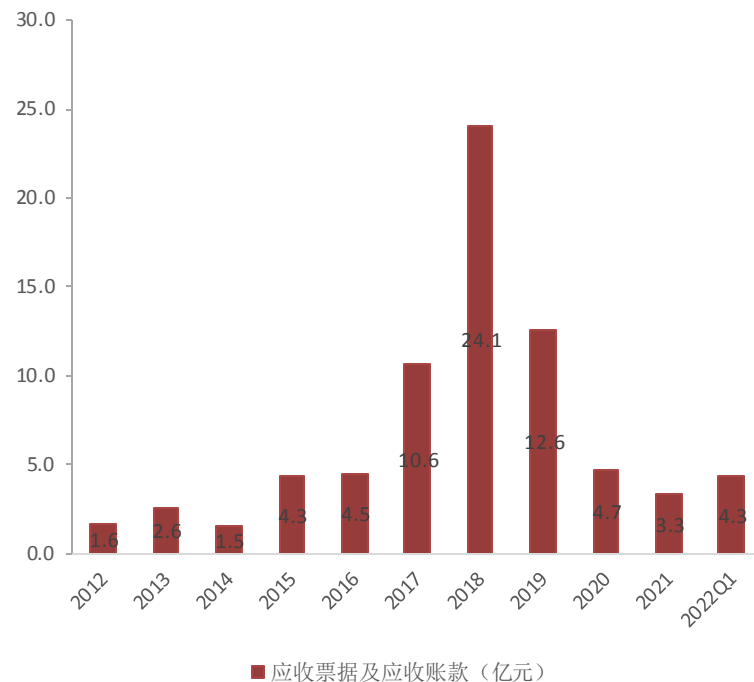
3.1.3 2019年开始，东阿阿胶存货及应收账款等持续下降

□ **东阿阿胶**：公司历史以来不断通过提价战略导致渠道库存积压，从2014-2017年存货情况都持续上升，2018-2019年都维持在高位。从2019年公司战略实现转型，逐渐进入渠道库存清理阶段，在实现短暂阵痛期之后，库存水平和应收账款已经大幅降低，业绩实现迅速反弹。

东阿阿胶的存货情况



东阿阿胶的应收票据及应收账款



3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

3.1.4 中药公司天然优势显著，转型大健康值得期待

- ❑ **品牌延申模式推广，大健康转型值得期待。**关注大健康转型中的标的，比如片仔癀、云南白药、马应龙、仁和药业等。片仔癀的日化板块已经启动分拆上市，云南白药的大健康板块将全面实现品牌价值延申。仁和药业并购7家大健康相关公司，在功能性护肤品赛带实现快速发展。以岭药业全面布局大健康日化产品线，实现品牌价值延申。

部分大健康转型中药公司的收入情况

	片仔癀	云南白药	仁和药业	马应龙	以岭药业
大健康板块收入 (亿元)	9.1	53.9	4.7	2	6
2020年大健康板 块同比增速	42%	15%	-11%	-	-
大健康收入占比	14%	17%	11%	7%	7%
产品构成	护肤品、牙膏	牙膏、护肤品、洗护发用品、卫生巾	功能性护肤品	护肤品、化妆品	日化用品、保健食品



目 录

中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

2.1政策：政策利好逐步进入兑现期

2.2业绩：提价释放业绩，库存清理接近尾声

2.3混改：国企混改收官之年，股权激励相继落地

政策边际向好，三维度看中药细分领域

3.1中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

3.2中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

3.3中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

3.4中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.5中药材质量控制：中药材质量标准推动行业快速发展

3.6中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔

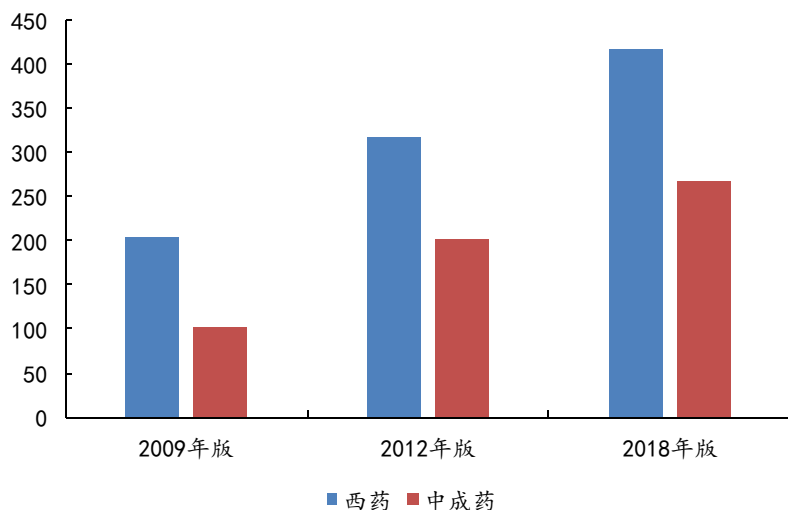
投资建议及风险提示

3.2 中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

3.2.1 最新基药目录发布于2018年，药物数量不断增加

□ 2018年10月25日国家卫健委公布《国家基本药物目录（2018年版）》，也是到目前为止最新的一版基药目录，于11月1日起在全国正式实行。新版基药目录共包括685个品种，其中西药417种、中成药（含民族药）268种。整体来看，进入基药目录的药品数量在不断增加。

我国基药数量情况



新版基药目录调入和调出标准

调入标准

- 1、结合疾病谱顺位、发病率、疾病负担等，满足常见病、慢性病以及负担重、危害重大疾病和危急重症、公共卫生等方面的基本用药；
- 2、支持中医药发展，支持医药行业发展创新，向中药（含民族药）、国产创新药倾斜。

调出标准

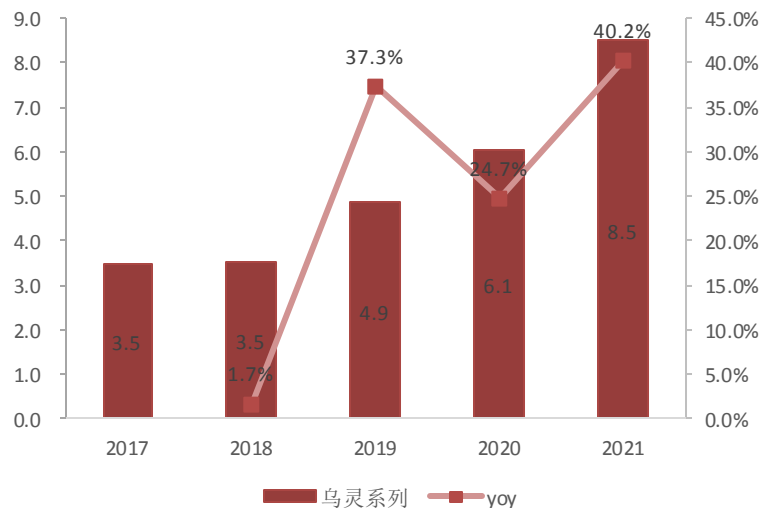
- 1、药品标准被替代；
- 2、国家药监部门撤销其药品批准证明文件的；
- 3、发生不良反应，经评估不适宜作为国家基本药物使用的；
- 4、根据药经济学评价，可被风险效益比或者成本效益比更优的品种所替代的；
- 5、国家基本药物工作委员会认为应当调出的其他情形

3.2 中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

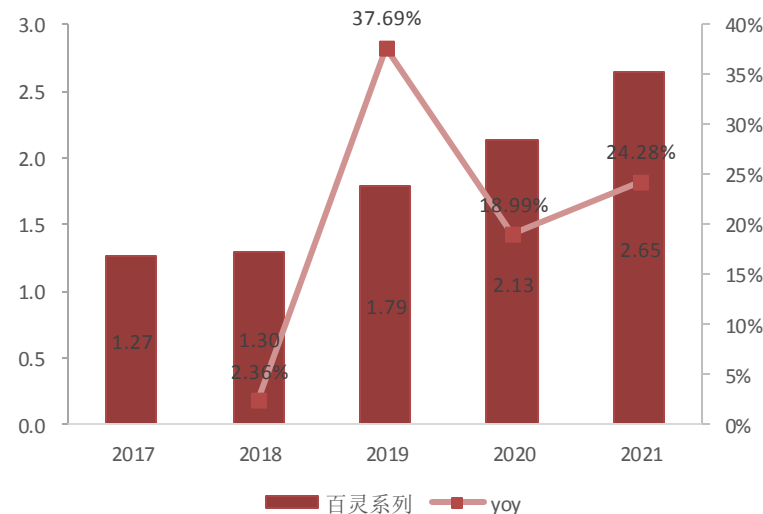
3.2.2 进入基药有助于放量，独家品种更加受益

- 2019年，国务院办公厅发文部署短缺药保供稳价工作，其中提到政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%，推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定）用药模式，优化和规范用药结构。整体来看，政策有助于中药独家基药品种进院和放量。
- 以佐力药业为例，2018年公司的独家品种乌灵胶囊和百令片进入基药目录后，销售额均实现快速增长。

佐力药业乌灵系列销售情况（亿元）



佐力药业百令系列销售情况（亿元）



3.2 中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

3.2.3 2018年基药目录中药独家品种

2018年基药目录中药独家品种		
分类	药品名称	生产企业
内科用药	正柴胡饮颗粒	精华制药集团股份有限公司
内科用药	金花清感颗粒	聚协昌（北京）药业有限公司
内科用药	牛黄清感胶囊	黑龙江澳利达奈德制药有限公司
内科用药	复方银花解毒颗粒	天长亿帆制药有限公司
内科用药	金叶败毒颗粒	国药集团中联药业有限公司
内科用药	疏风解毒胶囊	安徽济人药业股份有限公司
内科用药	复方黄黛片	天长亿帆制药有限公司
内科用药	唐草片	上海百岁行药业有限公司
内科用药	清热八味胶囊	内蒙古奥特奇蒙药股份有限公司金山蒙药厂
内科用药	四妙丸	吉林紫鑫药业股份有限公司
内科用药	双黄连合剂	河南太龙药业股份有限公司
内科用药	茵栀黄口服液	北京华润高科天然药物有限公司
内科用药	金芪降糖片	天津达仁堂集团股份有限公司隆顺裕制药厂
内科用药	稳心颗粒	山东步长制药股份有限公司
内科用药	强力枇杷膏（蜜炼）	江西滕王阁药业有限公司
内科用药	清宣止咳颗粒	江苏苏中药业集团股份有限公司
内科用药	杏贝止咳颗粒	江苏康缘药业股份有限公司
内科用药	桂龙咳喘宁胶囊	桂龙药业(安徽)有限公司
内科用药	安脑丸	哈尔滨蒲公英药业有限公司
内科用药	肾衰宁胶囊	云南雷允上理想药业有限公司
内科用药	益气和胃胶囊	合肥立方制药股份有限公司
内科用药	摩罗丹	邯郸制药股份有限公司
内科用药	健脾生血颗粒	健民药业集团股份有限公司
内科用药	生血宝合剂	清华德人西安幸福制药有限公司
内科用药	百令胶囊	杭州中美华东制药有限公司
内科用药	金水宝胶囊	江西金水宝制药有限公司
内科用药	消渴丸	广州白云山中一药业有限公司
内科用药	参芪降糖颗粒	鲁南厚普制药有限公司
内科用药	天芪降糖胶囊	黑龙江未名天人制药有限公司
内科用药	津力达颗粒	石家庄以岭药业股份有限公司
内科用药	益气维血胶囊	广东红珊瑚药业有限公司

3.2 中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

3.2.3 2018年基药目录中药独家品种

2018年基药目录中药独家品种

分类	药品名称	生产企业
内科用药	芪苈强心胶囊	石家庄以岭药业股份有限公司
内科用药	乌灵胶囊	浙江佐力药业股份有限公司
内科用药	升血小板胶囊	陕西郝其军制药股份有限公司
内科用药	银丹心脑通软胶囊	贵州百灵企业集团制药股份有限公司
内科用药	瘀血痹胶囊	辽宁上药好护士药业(集团)有限公司
内科用药	麝香保心丸	上海和黄药业有限公司
内科用药	脑心通丸	山东步长制药股份有限公司
内科用药	诺迪康胶囊	西藏诺迪康药业股份有限公司
内科用药	补肺活血胶囊	广东雷允上药业有限公司
内科用药	灯盏生脉胶囊	云南生物谷药业股份有限公司
内科用药	芪参益气滴丸	天士力医药集团股份有限公司
内科用药	扶正化瘀片	上海黄海制药有限责任公司
内科用药	地奥心血康胶囊	成都地奥制药集团有限公司
内科用药	通心络胶囊	石家庄以岭药业股份有限公司
内科用药	脑安颗粒	河南省百泉制药有限公司
内科用药	速效救心丸	天津达仁堂集团股份有限公司第六中药厂
内科用药	脉络宁注射液	金陵药业股份有限公司南京金陵制药厂
内科用药	平消胶囊	西安正大制药有限公司
内科用药	华蟾素片	安徽华润金蟾药业股份有限公司
内科用药	红金消结胶囊	云南佑生药业有限责任公司
内科用药	气滞胃痛颗粒	辽宁华润本溪三药有限公司
内科用药	胃苏颗粒	扬子江药业集团江苏制药股份有限公司
内科用药	三九胃泰颗粒	华润三九医药股份有限公司
内科用药	五灵胶囊	清华德人西安幸福制药有限公司
内科用药	枳术宽中胶囊	朗致集团双人药业有限公司
内科用药	通天口服液	太极集团重庆涪陵制药厂有限公司
内科用药	松龄血脉康胶囊	四川济生堂药业有限公司
内科用药	丹珍头痛胶囊	青海益欣药业有限责任公司
内科用药	正天丸	华润三九医药股份有限公司
内科用药	养血清脑丸	天士力医药集团股份有限公司
内科用药	消银颗粒	陕西康惠制药股份有限公司

3.2 中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

3.2.3 2018年基药目录中药独家品种

2018年基药目录中药独家品种		
分类	药品名称	生产企业
内科用药	润燥止痒胶囊	国药集团同济堂(贵州)制药有限公司
内科用药	华佗再造丸	广州白云山中一药业有限公司
内科用药	复方风湿宁胶囊	广东罗浮山国药股份有限公司
内科用药	风湿骨痛胶囊	国药集团精方(安徽)药业股份有限公司
内科用药	正清风痛宁缓释片	湖南正清制药集团股份有限公司
内科用药	肾炎康复片	天津同仁堂集团股份有限公司
内科用药	癥瘕片	天津达仁堂集团股份有限公司隆顺裕制药厂
内科用药	三金片	桂林三金药业股份有限公司
内科用药	癥闭舒胶囊	石家庄科迪药业有限公司
内科用药	疔瘳颗粒	辽宁上药好护士药业(集团)有限公司
内科用药	克痢痧胶囊	浙江苏可安药业有限公司
内科用药	血脂康胶囊	北京北大维信生物科技有限公司
外科用药	金钱胆通颗粒	贵州威门药业股份有限公司
外科用药	除湿止痒软膏	四川德峰药业有限公司
外科用药	金蝉止痒胶囊	重庆希尔安药业有限公司
外科用药	季德胜蛇药片	精华制药集团股份有限公司
外科用药	肛泰栓	烟台荣昌制药股份有限公司
外科用药	复方黄柏液涂剂	山东汉方制药有限公司
外科用药	湿润烧伤膏	汕头市美宝制药有限公司
外科用药	双石通淋胶囊	陕西摩美得气血和制药有限公司
外科用药	马应龙麝香痔疮膏	马应龙药业集团股份有限公司
外科用药	红金消结胶囊	云南佑生药业有限责任公司
外科用药	京万红软膏	天津达仁堂京万红药业有限公司
外科用药	灵泽片	浙江佐力药业股份有限公司
妇科用药	茜芷胶囊	甘肃扶正药业科技股份有限公司
妇科用药	葆宫止血颗粒	天津中盛海天制药有限公司
妇科用药	妇科千金片	株洲千金药业股份有限公司
妇科用药	花红片	广西壮族自治区花红药业股份有限公司
妇科用药	宫炎平片	广东罗浮山国药股份有限公司
妇科用药	妇炎消胶囊	贵州益佰女子大药厂有限责任公司
妇科用药	保妇康栓	海南碧凯药业有限公司

3.2 中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

3.2.3 2018年基药目录中药独家品种

2018年基药目录中药独家品种		
分类	药品名称	生产企业
妇科用药	补血益母丸	株洲千金药业股份有限公司
妇科用药	坤泰胶囊	贵阳新天药业股份有限公司
妇科用药	滋肾育胎丸	广州白云山中一药业有限公司
妇科用药	乳癖消颗粒	哈尔滨泰华药业股份有限公司
妇科用药	宫瘤清胶囊	成都倍特得诺药业有限公司
眼科用药	障眼明片	广州白云山中一药业有限公司
眼科用药	和血明目片	西安碑林药业股份有限公司
眼科用药	复方血栓通胶囊	广东众生药业股份有限公司
耳鼻喉科用药	鼻炎康片	国药集团德众(佛山)药业有限公司
耳鼻喉科用药	香菊胶囊	山东步长制药股份有限公司
耳鼻喉科用药	鼻窦炎口服液	太极集团重庆桐君阁药厂有限公司
耳鼻喉科用药	黄氏响声丸	无锡济煜山禾药业股份有限公司
耳鼻喉科用药	清咽滴丸	天津达仁堂集团股份有限公司第六中药厂
耳鼻喉科用药	金嗓散结胶囊	西安碑林药业股份有限公司
耳鼻喉科用药	西帕依固龈液	新奇康药业股份有限公司
耳鼻喉科用药	百蕊颗粒	安徽九华华源药业有限公司
骨伤科用药	伤科接骨片	大连美罗中药厂有限公司
骨伤科用药	云南白药	云南白药集团股份有限公司
骨伤科用药	消痛贴膏	西藏奇正藏药股份有限公司
骨伤科用药	独一味胶囊	康县独一味生物制药有限公司
骨伤科用药	颈舒颗粒	国药集团精方(安徽)药业股份有限公司
骨伤科用药	颈复康颗粒	颈复康药业集团有限公司
骨伤科用药	腰痹通胶囊	江苏康缘药业股份有限公司
骨伤科用药	滑膜炎颗粒	神威药业(张家口)有限公司
骨伤科用药	骨痛灵酊	云南圣科药业有限公司
骨伤科用药	通络祛痛膏	河南羚锐制药股份有限公司
骨伤科用药	复方南星止痛膏	江苏康缘阳光药业有限公司
骨伤科用药	麝香追风止痛膏	重庆希尔安药业有限公司
骨伤科用药	仙灵骨葆胶囊	国药集团同济堂(贵州)制药有限公司
儿科用药	小儿热速清口服液	吉林一正药业集团有限公司
儿科用药	金振口服液	江苏康缘药业股份有限公司
儿科用药	小儿消积止咳口服液	鲁南厚普制药有限公司
儿科用药	醒脾养儿颗粒	贵州健兴药业有限公司
儿科用药	小儿黄龙颗粒	重庆希尔安药业有限公司

目 录



中药行业投资图谱及中药板块历史复盘



中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

2.1 政策：政策利好逐步进入兑现期

2.2 业绩：提价释放业绩，库存清理接近尾声

2.3 混改：国企混改收官之年，股权激励相继落地



政策边际向好，三维度看中药细分领域

3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

3.2 中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

3.3 中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

3.4 中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.5 中药材质量控制：中药材质量标准推动行业快速发展

3.6 中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔



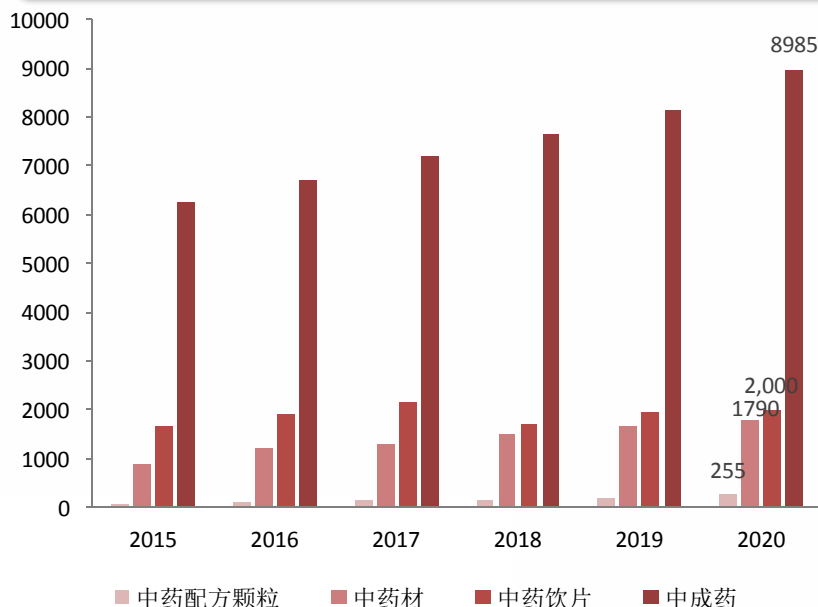
投资建议及风险提示

3.3 中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

3.3.1 我国中药细分市场分类及介绍

- 中药产业包括中草药材、中药饮片和中成药三大支柱产业。中草药材经过按中医药理论、中药炮制方法加工炮制后制成中药饮片，其中，中药配方颗粒是将中药材进一步提取和浓缩而成的单位颗粒，具有不需煎煮、卫生方便等优点。单味或多味的中药饮片精制后即为中成药，包括用中药传统制作方法制成的丸、散、膏、丹等剂型和用现代药物制剂技术制作的中药片剂、针剂、胶囊、口服液等专科用药。

中药材、中成药、中药饮片、中药配方颗粒市场规模对比



中药配方颗粒生产及检验全流程



3.3 中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

3.3.2 配方颗粒占中药饮片市场占比提升，市场空间广阔

- 中药配方颗粒保留了传统中医药辨证论治、复方配伍、随证加减的优势和特色，其发展历程可以大致分为三个阶段：摸索尝试初具雏形的中药配方颗粒的“探索时代”、试点单位带头对配方颗粒成分及质量进行提升研究的“试点时代”和试点工作结束并步入规范化轨道的“全国推广时代”。

探索时代（1920-1990）

- 20世纪20年代，上海市粹华药厂对近百种常用中药作单味提取，为中药配方颗粒的诞生作最早尝试；
- 20世纪40年代，中药颗粒剂型最早出现在日本；
- 1977年版《中国药典》收载类似“科学中药”的剂型，称为“冲剂”；
- 1984年，张志伟提出中药汤剂改革设想，即后来的中药配方颗粒的雏形；
- 1985-1990年，“七五”计划期间，江西中医学院周异群等完成101味单味中药的工艺小试；
- 1987年2月，国家中医药局提出对中药饮片进行研究与改革。

试点时代（1990-2020）

- 2001年，《中药配方颗粒管理暂行规定》颁布，正式定名“中药配方颗粒”并规定按照中药饮片进行管理，同时批准试点单位进行生产；
- 2003年，针对中药配方颗粒使用的现状及问题起草《注册管理办法（试行）》文件，对中药配方颗粒科研、生产、临床应用等环节进行规范；
- 2013年，原食药监总局规定不得以任何名义自行批准中药配方颗粒生产，全国仅有6家企业可以生产；
- 2015年，原食药监总局放开单味中药配方颗粒的试点生产限制，同时要求实行备案管理。

全国推广（2021-至今）

- 2021年1月，药监局颁发《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求》，规范中药配方颗粒的质量控制与标准研究，推动中药配方颗粒统一技术标准体系的建立；
- 2021年4月，国家药典委公布了第一批中药配方颗粒国家药品标准，共计160个；
- 2021年10月，国家药典委批准颁布第二批中药配方颗粒国家药品标准36个，目前国家药品标准共计196个；
- 2021年11月，结束中药配方颗粒试点工作。

3.3 中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

3.3.2 配方颗粒占中药饮片市场占比提升，市场空间广阔

- 国家及地方相继出台政策旨在推进中药配方颗粒行业的规范化进程和研究工作。自1987年国家倡导开展中药配方颗粒研究起，中药配方颗粒经过被纳入中药饮片管理范畴、形成6家国家中药配方颗粒试点企业格局、规范质量控制统一标准等，直到2021年正式结束近27年的试点工作。2021年4月及11月，正式颁布共196个中药配方颗粒国家药品标准，行业规范化力度逐渐加强。

中药配方颗粒行业政策逐渐完善

时间	文件名称	发布机构	主要内容
2001年7月5日	《中药配方颗粒管理暂行规定》	国家药监局	首次统一命名“中药配方颗粒”并纳入中药饮片管理范畴，规范其试点工作
2002年11月1日	《关于贯彻落实中药现代化发展纲要》	国务院办公厅	中药配方颗粒医保管理相关规定
2006年12月14日	《关于中药配方颗粒在未经批准单位经营使用予以行政处罚问题的批复》	原国家食药监局	未经批准的生产企业及临床医院不能生产和使用中药配方颗粒，药品经营企业不允许销售中药配方颗粒
2006年12月21日	《关于医疗机构使用中药配方颗粒有关问题的批复》	原国家食药监局	要求使用中药配方颗粒的医院向其所在省局备案
2013年6月26日	《关于严格中药饮片炮制规范及中药配方颗粒试点研究管理等有关事宜的通知》	原国家食药监局	叫停批准中药配方颗粒生产企业
2015年12月24日	《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》	原国家食药监局	提出制定“中药配方颗粒统一药品标准”
2016年2月22日	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	国务院	健全完善中药质量标准体系，加强中药（包括中药配方颗粒）的标准制定与质量管理
2016年8月5日	《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求（征求意见稿）》	国家药典委	拟制定规范中药配方颗粒的质量控制与标准研究的统一标准
2019年11月8日	《关于中药配方颗粒品种试点统一标准的公示》	国家药典委	形成第一批160个品种试点统一标准的拟公示标准
2021年1月26日	《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求》	国家药监局	规范中药配方颗粒的标准研究，体现中药配方颗粒质量控制的特点
2021年2月1日	《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	国家药监局、中医药局、卫健委、医保局	结束中药配方颗粒试点工作，生产中药配方颗粒的中药生产企业应当取得《药品生产许可证》，并同时具有中药饮片和颗粒剂生产范围
2021年4月29日	《关于执行中药配方颗粒国家药品标准有关事项的通知》	国家药典委	正式颁布首批160个中药配方颗粒国家药品标准
2021年4月30日	《关于中药配方颗粒国家药品标准（第二批）的公示》	国家药典委	形成第二批36个中药配方颗粒拟公示标准
2021年10月29日	《关于中药配方颗粒备案工作有关事项》	国家药监局	规范中药配方颗粒品种的备案管理工作
2021年11月2日	《关于转发第二批36个中药配方颗粒国家药品标准的通知》	国家药典委	正式颁布第二批36个中药配方颗粒国家药品标准
2021年11月12日	《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》	国家卫健委、中医药局	1. 各级卫生健康和中医药主管部门要高度重视医疗机构中药配方颗粒临床使用管理工作；2. 医疗机构经审批或备案能够提供中医药服务的方可使用中药配方颗粒，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
2021年12月1日	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医保局、中医药局	1. 充分认识医保支持中医药传承创新发展的意义；2. 将符合条件的中医医疗机构纳入医保定点；3. 加强中医药服务价格管理；4. 将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围；5. 完善适合中医药特点的支付政策；6. 强化医保基金监管
2022年1月15日	《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划（2021—2025年）》	国家中医药局	首个响应国家“一带一路”倡议的行业规划，明确了中医药参与共建“一带一路”的指导思想、主要原则和重点任务

www.swsc.com.cn

数据来源：国家药监局，国务院，中医药管理局，卫健委等官网，西南证券整理

3.3 中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

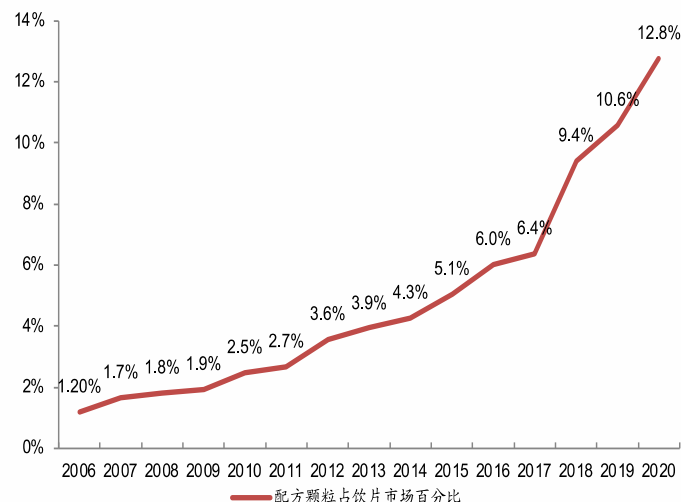
3.3.2 配方颗粒占中药饮片市场占比提升，市场空间广阔

- ❑ 传统中药饮片对煎煮的要求复杂难记，并且在煎煮过程中无法对质量实行监控与管理，导致汤剂质量不均等，临床疗效不稳定。中药配方颗粒采用大规模机械化、自动化、规范化生产管理，严格按照GMP要求并进行理化检测，不仅方便冲服和储存，还能满足中医临床配伍需求。配方颗粒药效利用率约70%，传统饮片根据煎药者的技巧熟练度药效利用率约30%-60%波动。2006年中药配方颗粒占饮片市场比重1.2%，2009年全国中药配方颗粒年试制产量已超10000吨，年销售额达十多亿元人民币，占中药饮片年销售额的6%。随着中药配方颗粒研究的不断深入，实现每年30%以上增速，产业化趋势逐渐形成，2020年渗透率比重实现12.8%。

中药配方颗粒和饮片差异比较

	中药配方颗粒	传统饮片
饮片质量	以道地的药材作为原料，通过科学检测，保证质量稳定可控	供货来源不定且规格差异较大，导致质量波动
煎煮条件	专业煎药操作，煎煮条件恒定，能充分可学地体现先煎、后下、文火、武火等复杂煎药技术的科学内涵	患者煎煮技术不专业，煎药条件难以控制保持恒定
临床疗效	配置的汤剂成分相对稳定，临床疗效重现性好	汤剂成分波动大，不利于临床疗效的总结
方便性	体积小，储存携带方便，有效期长	体积大，储存不方便，易生虫、霉变
适用人群	适用范围广	有煎药条件，熟悉煎药方法的人
价格	高于中药饮片，但随着市场深度的推广销售成本下降，价格会逐渐接近于饮片	价格较低

中药配方颗粒市场占饮片市场比重提升



3.3 中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

3.3.3 多种因素推动中药配方颗粒提价

- **国家标准出台，成本端上涨带来终端价格提升。**新国标围绕项目、指标、限度等设立了精确的指导标准，尤其包括其中的基原、质量传递、量值关系、稳定性以及安全性等方面的质量控制。国标要求考验企业的柔性生产、广泛布局和成本控制，生产存在难度。配方颗粒目前整体仍然属于市场化的定价机制，药材质量、生产及产品检测等环节的高要求和新旧制成量与规格标准的差异均会影响企业的产量，导致生产成本大幅上升。国际制法钩藤配方颗粒规格为每1g的颗粒相当于饮片8g，比原企业标准规格减少两倍，基于当量换算预计生产成本提高20%-30%。预计原企业标准库存快速出清后，企业通过提价覆盖成本是必然趋势，推高行业景气度。

配方颗粒国家标准特点及解读

	国标特点	内容
1	明确多基原药材品种，使中药基原源头可控更精准	区分不同基原并建立专属的质量标准，如甘草目前暂以乌拉尔甘草为基原建立质量标准
2	充分体现水煎煮传统工艺，确保饮片足量投料	充分考虑经研究确定的饮片量、水煎煮工艺、干燥浓缩方式、浸膏出膏率以及制成量等信息
3	有效甄别中药配方颗粒的真伪优劣，实现中药的整体质量控制	设置薄层鉴别、特征/指纹图谱、浸出物、含量测定等项目，制定相对合理的有关限度及评判指标
4	全面实施新版《中国药典》对外源性有害残留物的要求，使中药配方颗粒更具安全保障	在对中药配方颗粒进行外源性有害残留物研究的基础上，对农残、重金属及有害元素、真菌毒素等参照2020年版《中国药典》进行了统一的规定要求
5	合理规定贮藏、流通环节条件，更好保障中药配方颗粒质量	对影响安全性、有效性的因素，如水分的合理限度、贮藏方式进行了充分考虑

3.3 中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

3.3.3 多种因素推动中药配方颗粒提价

- ❑ **配方颗粒依旧保持加成25%。**2021年12月，国家医保局和中医药局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》明确中药饮片销售价格严格按照实际购进价格顺加不超25%，非饮片的中药严格按照实际购进价格“零差率”销售。同时，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。

各省份配方颗粒终端加成政策

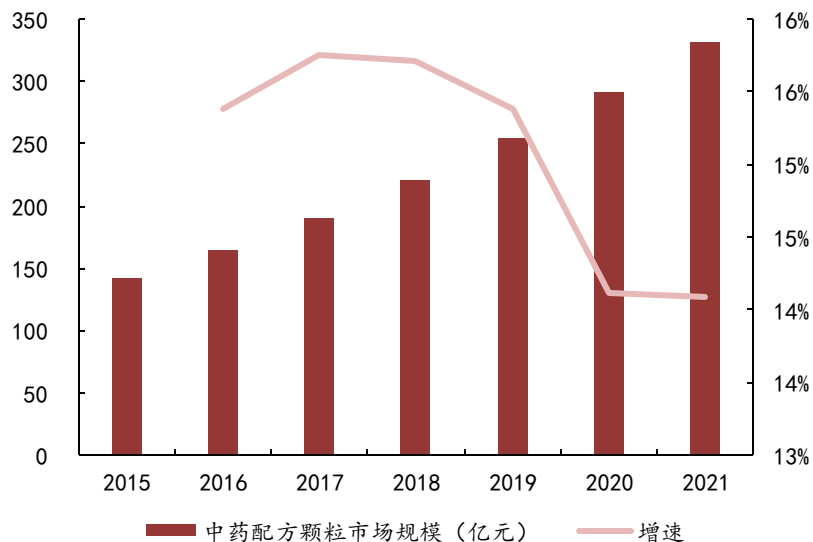
省份	文件	内容	发布时间	实施时间
天津市	市医疗保障局、市卫生健康委、市药监局关于医保支持中医药传承创新发展的措施（征求意见稿）	公立医疗机构从正规渠道采购中药饮片（含散装中药饮片、小包装中药饮片、中药配方颗粒），严格按照实际 购进价格顺加不超25%销售 。医疗机构炮制使用的中药饮片、配制的中药制剂实行自主定价。	2022/03/22	-
福建省	《福建省医疗保障局关于做好中药配方颗粒医保管理的通知》	公立医疗机构按规定采购的中药配方颗粒暂按照实际购进价格 顺加不超过15%销售 。	2022/03/09	2022/04/01
浙江省	《关于支持中医药传承创新发展的实施意见》	定点公立医疗机构的中药饮片严格按照 实际购进价格顺加不超25%销售 。其它定点医药机构的中药饮片价格按照两定协议执行。	2022/01/13	-
四川省	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	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 。中药饮片的具体范围以药品监管部门的定性为准。公立医疗机构无法提供中药饮片实际采购票据的，可参照本地区社会药店购进价格作为监管依据。医疗机构炮制使用的中药饮片、配制的中药制剂实行自主定价。	2022/01/02	-
云南省	《支持云南省生物医药健康产业中医药事业发展和优化营商环境若干措施》	医疗机构使用的中药饮片以实际购进价为基础，在顺加不超过25%范围内由医疗机构自行确定销售价格。对药品监管部门纳入重要饮片管理的重要配方颗粒，以实际购进价为基础， 顺加不超过15%的范围内由医疗机构自行确定销售价格 。	2019/12/07	-

3.3 中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

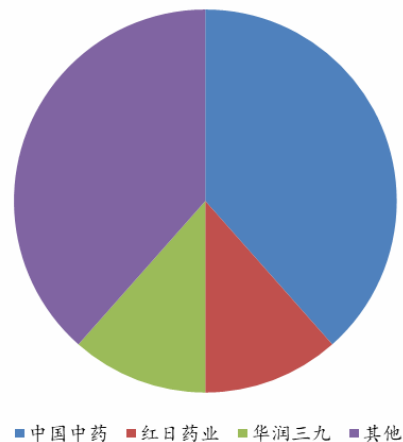
3.3.4 中药配方颗粒市场快速扩容，市场集中度较高

- 近几年中药配方颗粒市场规模快速增长，从2015年的150亿元快速增长到2021年的300亿元左右，预计随着使用范围限制的取消，中药配方颗粒市场规模仍将保持快速增长。
- 中药配方颗粒经过20多年的发展，已经形成较为集中的竞争格局，中国中药、红日药业和华润三九等企业市占率较大，相比之下，很多省级试点企业规模均较小。

中药配方颗粒市场规模及增速



中药配方颗粒市场竞争格局



目 录

中药行业投资图谱及中药板块历史复盘

中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改

2.1 政策：政策利好逐步进入兑现期

2.2 业绩：提价释放业绩，库存清理接近尾声

2.3 混改：国企混改收官之年，股权激励相继落地

政策边际向好，三维度看中药细分领域

3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

3.2 中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

3.3 中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

3.4 中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.5 中药材质量控制：中药材质量标准推动行业快速发展

3.6 中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔

投资建议及风险提示

3.4 中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.4.1 鼓励创新政策频出，中药创新药迎来发展

- 2019年以来出台多项鼓励中药创新的重磅政策，其落脚点包括：1)人才培养，提高中医药在医生中的接受面。2)优化中药审评审批管理。3)医保支持，中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组(DRG)付费，对已经实行DRG和按病种分值付费的地区，适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值。

中药行业创新政策梳理

时间	发布的政策部门	政策名称	主要内容及意义
2019年10月26日	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	1. 加快推进中医药科研和创新。在中央财政科技计划（专项、基金等）框架下，研究设立国家中医药科技研发专项、关键技术装备重大专项和国际大科学计划，深化基础理论、诊疗规律、作用机理研究和诠释，开展防治重大、难治、罕见疾病和新发突发传染病等临床研究，加快中药新药创制研究，研发一批先进的中医器械和中药制药设备。支持鼓励儿童用中成药创新研发。研究实施科技创新工程。支持企业、医疗机构、高等学校、科研机构等协同创新，以产业链、服务链布局创新链，完善中医药产学研一体化创新模式。
2020年12月21日	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	1. 坚持以临床价值为导向。2. 推动古代经典名方中药复方制剂研制。3. 促进中药创新发展。4. 鼓励二次开发。5. 改革中药注册分类。6. 构建“三结合”审评证据体系。7. 改革完善中药审评审批制度。
2021年1月22日	国务院办公厅	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	1. 优化中药审评审批管理。2. 优化具有人用经验的中药新药审评审批，对符合条件的中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方、同名同方药等，研究依法依规实施豁免非临床安全性研究及部分临床试验的管理机制。优化古代经典名方中药复方制剂注册审批。3. 保障落实政府投入。多方增加社会投入。加强融资渠道支持。4. 完善中西医结合制度。完善西医学习中医制度。2021年起，将中医药课程列为本科临床医学类专业必修课和毕业实习内容。
2021年12月30日	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》	1. 将符合条件的中医医疗机构纳入医保定点。2. 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。3. 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。4. 中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组(DRG)付费，对已经实行DRG和按病种分值付费的地区，适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值。5. 支持基层医疗机构提供中医药服务。
2022年1月5日	国家药监局药审中心	《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则（征求意见稿）》	1. 本指导原则在《药品注册管理办法》《药物研发与技术审评沟通交流管理办法》基础上，明确了在“三结合”审评证据体系下研发的中药新药，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，不涉及具体的审评技术要求。
2022年1月30日	工信部等九部委	《十四五医药工业发展规划》	1. 大力推动创新产品研发。推进中药守正创新，开发与中药临床定位相适应、体现其作用特点和优势的中药新药。以临床价值为导向，以病证结合、专病专药或证候类中药等多种方式开展中药新药研制，重点开展基于古代经典名方中药复方制剂研制，以及医疗机构中药制剂向中药新药转化；深入开展中药有效物质和药理毒理基础研究；开展中成药二次开发，发展中药大品种。2. 提升重点领域产品质量。加强新的制剂技术、质量评价技术以及质量控制方法在中药新药研发和生产中的应用，进一步提高中成药产品质量。推动企业持续开展产品上市后研究，提升质量控制水平，加强安全性和有效性评价，系统提升中药质量。

3.4 中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.4.2 中药创新药快速进入医保，为放量奠定基础

- ❑ 医保谈判执行以来，61个中药新药成功纳入，医保对疗效确切的化药、生物药、中药新药一视同仁。自从2017年开始常规医保谈判以来，一共谈判成功337个药品，中药占比18%。
- ❑ 2020年，医保目录谈判涉及162种药品，谈成119种，谈判成功率73.46%，谈成药品平均降价50.6%。其中中药平均降幅为37%，比化药降幅略低。

每年医保谈判成功数量

年份	谈判进医保总药品数量	谈判进医保的中药品种数量
2021	67	3
2020	119	30
2019	97	23
2018	18	0
2017	36	5

2020年医保谈判中药新药品种及降幅

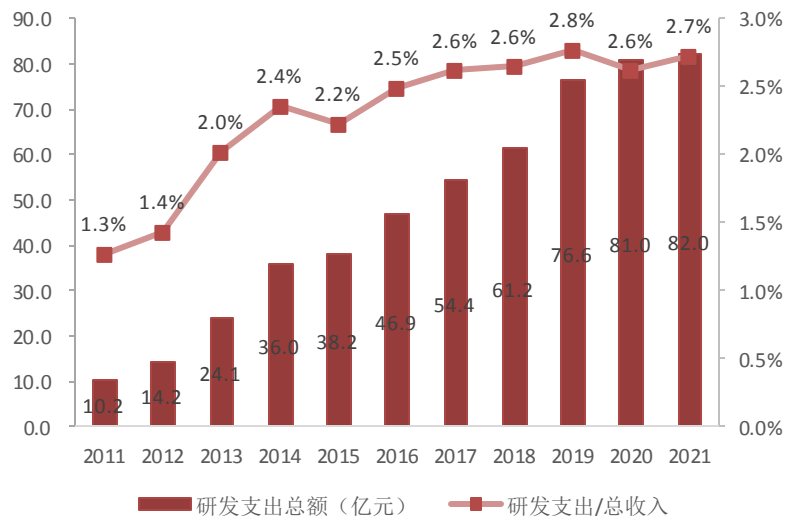
序号	药品名称	支付标准	降幅	序号	药品名称	支付标准	降幅	序号	药品名称	支付标准	降幅
1	痰藜皂苷胶囊	3.07	62.80%	11	柴芩清宁胶囊	1.5	46.50%	21	牛黄清感胶囊	0.66	26.70%
2	利胆止痛胶囊	0.41	61.40%	12	通脉降糖胶囊	0.47	41.30%	22	小儿荆杏止咳颗粒	10.98	26.40%
3	桑枝总生物碱片	4.88	59.30%	13	连花清咳片	1.29	36.60%	23	丹灯通脑软胶囊	0.64	26.20%
4	蓝芩口服液	3.46	58.50%	14	小儿牛黄清心散	2.36	33.50%	24	蛭蛇通络胶囊	1.65	25.60%
5	参龙宁心胶囊	0.36	56.40%	15	百令胶囊	1.03	33.40%	25	丹参酮IIA	11.9	23.70%
6	丹红注射液	17.32	55.20%	16	红花如意丸	0.7	32.80%	26	热炎宁合剂	17.96	22.70%
7	康艾注射液	11.73	52.80%	17	鸡骨草胶囊	0.56	32.50%	27	降脂通络软胶囊	0.72	21.60%
8	五味苦参肠溶胶囊	2.68	51.50%	18	川芎清脑颗粒	3.33	29.90%	28	清胃止痛微丸	3.55	16.70%
9	康莱特注射液	136	47.50%	19	金银花口服液	3.08	29.70%	29	疏清颗粒	2.18	12.90%
10	如意珍宝片	1.87	46.60%	20	熊胆舒肝利胆胶囊	0.98	29.30%	30	安儿宁颗粒	1.98	8.60%

3.4 中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

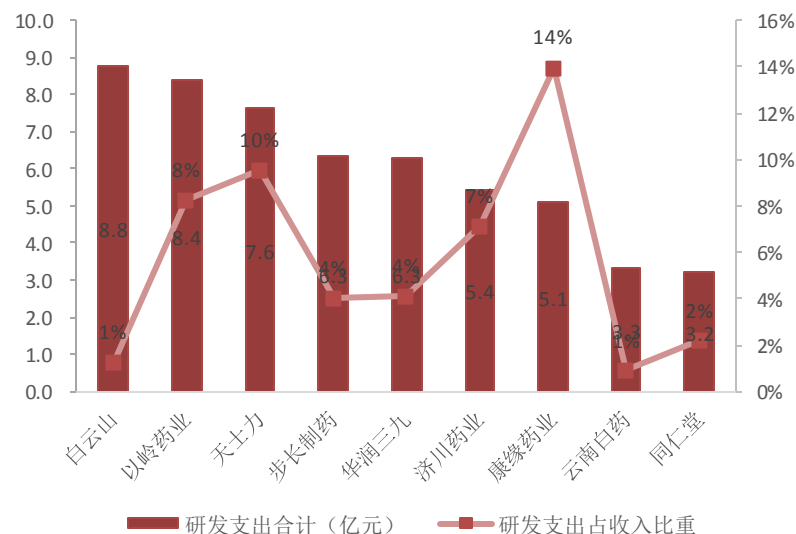
3.4.3 中药板块研发投入整体处于较高水平

- 2021年，71家上市的中药板块研发支出合计为82亿元，占收入的比例为2.7%，整体来看，中药板块的研发支出近三年维持在较高水平。
- 在研发支出排名前十的公司中，康缘药业的研发支出占收入的比例最高，达到13%。其次是以岭药业研发支出占收入的比例达到10%。

中药板块研发支出情况



2020年中药企业研发支出前10名



3.4 中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.4.4 中药创新药研发难度较大，耗时较长

□ 中药创新药研发从开始到上市耗时相对较长，2021年新上市的部分创新药从IND到上市耗时超过10年，可见中药创新药研发难度整体较大。

2021年上市中药新药申报时间

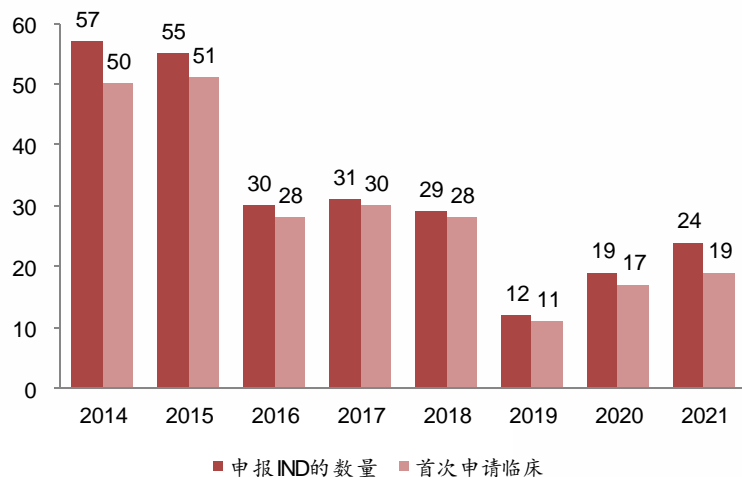
药名	厂家	适应症	注册分类	申报IND	批准IND	耗时（年）	申报NDA	批准NDA	耗时（年）	从IND到上市耗时（年）
玄七健骨	湖南方盛制药	膝骨关节炎（筋脉瘀滞证）	1.1	2005/5/9	2008/12/25	3.6	2020/11/30	2021/11/26	1	16.6
坤心宁	天士力，浙江省中药研究所	女性更年期综合征	1.1	2005/6/22	2007/12/14	2.5	2020/12/31	2021/11/17	0.9	16.4
解郁除烦	以岭药业	轻中度抑郁症	1.1	2005/10/10	2007/3/7	1.4	2021/3/3	2021/12/6	0.8	16.2
虎贞清风	一力制药，广州暨南生物医药	轻中度急性痛风性关节炎	1.1	2005/10/27	2008/4/17	2.5	2020/11/27	2021/12/2	1	16.1
益气通窍	天圣制药，运城市东方中医鼻病研究所等	季节性过敏性鼻炎	6	2006/10/9	2009/2/10	2.3	2018/4/3	2021/9/13	3.5	14.9
芪蛭益肾	山东凤凰制药，重庆市中药研究院	早期糖尿病肾病	1.1	2007/7/2	2008/10/9	1.3	2020/12/23	2021/11/26	0.9	14.4
银翘清热	江苏康缘药业	普通感冒	1.1	2015/4/30	2015/11/5	0.5	2020/11/6	2021/11/12	1	6.5
化湿败毒	广东一方制药，中国中医科学院	湿毒侵肺所致的疫病	3.2	2020/3/17	2020/3/18	注：特殊审批	2021/3/2	2021/3/2	注：特殊审批	1
清肺排毒	中国中医科学院中医临床基础医学研究所	感受寒湿疫毒所致的疫病	3.2	NA	NA	NA	NA	2021/3/2	NA	NA
七蕊胃舒	健民药业	慢性非萎缩性胃炎伴糜烂	1.1	NA	NA	NA	2020/12/27	2022/1/5	1	NA
宣肺败毒	山东步长制药	湿毒郁肺所致的疫病	3.2	NA	NA	NA	NA	2021/3/2	NA	NA

3.4 中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

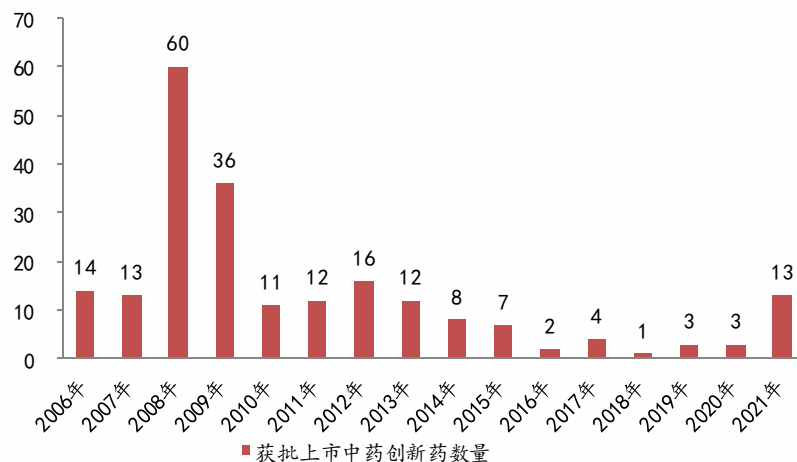
3.4.5 中药创新药研发迎来兑现阶段，创新药逐步上市

- ❑ 从每年上市的中药新药数量来看，2008-2009年是一个高峰期，2016-2020年由于2015年启动的药审改革，上市的中药新药数量较少，2021年到了药审改革后积压的第一批中药新药上市，迎来一个集中上市时期。
- ❑ 从上市药品分布科室来看，呼吸内科、心内科、外科是占比排在前三的科室。
- ❑ 申报药品数量来看，随着各项指导细则以及鼓励创新政策的推出，近三年申报临床试验的中药新药数量逐年增加。

近年中药申报临床的数量（个）



2006-2021年获批上市中药创新药数量（个）



3.4 中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.4.6 中药创新药研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种及相关标的

- ❑ 康缘药业、以岭药业、步长制药是2001年后上市的中药新药数量最多的上市公司，分别为18个、11个、10个。珍宝岛有1个中药创新药，治疗感冒的复方芩兰口服液。
- ❑ 1类新药基本都是在2020年新版注册分类实施以后获批。2020以前6类新药申报上市的品种数量较多。

各公司从2001年后上市的中药新药数量

公司	药品数量	注册分类								
		1	2	3	4	5	6	8	9	11
康缘药业	18	1	2	1	1	3	6	1	3	
以岭药业	11	1		1			6	1	2	
同仁堂	11			2	2	1	6			
华润三九	10			2	2	1	5			
步长制药	10		1	4			1	1	3	
华润医药	10			2	2	1	5			
扬子江	9			4			5			
国药集团	7									
远大医药	6									
天士力	6	1		1	1		1		1	1
神威药业	6			1	1	1	3			
上海医药	6									
亿帆医药	5			4			1			
达仁堂	5			1						

老版注册分类

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
8	改变国内已上市销售中药、天然药物给药途径的制剂
9	改变国内已上市销售中药、天然药物剂型的制剂
11	仿制药

新版注册分类（2020年7月1日起实施）

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。

3.4 中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.4.7 以岭药业：中药创新药龙头，关注解郁除烦胶囊上市后放量

- 围绕中药品种研发，聚焦于心脑血管、呼吸、消化、内分泌、免疫、泌尿等核心治疗领域。在研立项品种涵盖心血管系统、神经系统、呼吸系统、内分泌代谢系统、消化系统、妇科、儿科等疾病，处于新药研发不同阶段。此外，公司在2021年2个新药获批上市，治疗失眠症的益肾养心安神片和 治疗轻、中度抑郁症的苏夏解郁除烦胶囊。

以岭药业中药新药研发管线

序号	类别	名称	适应症	报告期末进展情况
1	中药创新药	苏夏解郁除烦胶囊（曾用名：解郁除烦胶囊）	轻、中度抑郁症	新药获批上市
2	中药创新药	益肾养心安神片（曾用名：百灵安神片）	失眠症	新药获批上市
3	中药创新药	柴芩通淋片	下尿路感染	开展临床研究
4	中药创新药	连花定喘片	支气管哮喘	开展临床研究
5	中药创新药	络痹通片	类风湿性关节炎	开展临床研究
6	中药创新药	柴黄利胆胶囊	慢性胆囊炎	开展临床研究
7	中药创新药	玉屏通窍片	过敏性鼻炎	开展临床研究
8	中药创新药	小儿连花清感颗粒	儿童感冒	开展临床研究

3.4 中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.4.8 康缘药业：中药创新药研发管线丰富，长期业绩增长动力充足

- 公司聚焦病毒感染性疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医药优势领域进行中药新药研发。公司目前在研的中药新药项目主要分布于妇儿科、心脑血管、骨伤、呼吸道感染、代谢等疾病领域，已形成了良好的研发管线。整体来看，中药创新药研发管线丰富，长期业绩增长动力充足。

康缘药业2021年中药创新药申报情况

药品名称	注册分类	申报企业	所处阶段	适应症/功能主治
银翘清热片	中药1.1类	江苏康缘药业股份有限公司	获得药品注册证书	外感风热型普通感冒
静脉炎颗粒	中药1.1类	上海图锋医药科技有限公司、 江苏康缘药业股份有限公司	获得临床试验通知书	血栓性浅静脉炎急性期
九味疏风平喘颗粒	中药1.1类	江苏康缘药业股份有限公司	获得临床试验通知书	支气管小船慢性持续期
金振口服液	中药补充申请	江苏康缘药业股份有限公司	获得临床试验补充申请批准通知书	增加适用人群范围

目 录

 **中药行业投资图谱及中药板块历史复盘**

 **中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改**

 **医药子板块：业绩分化，看好中药消费品和独家基药**

3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

3.2 中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.3 中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

3.4 中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

3.5 中药材质量控制：中药材质量标准推动行业快速发展

3.6 中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔

 **投资建议及风险提示**

3.5 中药材质量标准推动行业快速发展

3.5.1 中药材质量标准指定逐步规范

- ❑ 中药材是生产中药饮片的原料，中药饮片是临床汤剂和中成药生产的原料，因此，中药材和中药饮片质量标准的增修订不仅直接关系到中药饮片的临床疗效和安全性，也关系到中成药的疗效和安全性。中药材多数来源于植物和动物，具有农副产品的性质，其质量受种质资源、土壤、气候、栽培和加工技术等内外因素影响很大。由于中药化学成分复杂，部分药材来源广泛、基原复杂，加上违法添加、造假，给中药材和中药饮片的质量标准制定带来巨大挑战。
- ❑ **标准制定：**我国目前中药材标准主要包括《中国药典》、部颁或局颁标准（包括进口药材标准和新药材标准）。1963-2020年《中国药典》所收载的中药材标准数量呈现逐渐增加趋势。目前《中国药典》所收载的有效药材标准共819个。《药典》规定中药材的质量标准由名称、来源、性状、鉴别、检查、浸出物、指纹图谱 / 特征图谱、含量测定等组成，列入标准中的各项内容都必须符合规定，才是一个可以上市的中药材。

《中国药典对于中药材质量标准规定》

分类	主要内容
来源	中药材所用植物、动物(矿物)的物种(种类)、药用部位和加工方法
性状	形态、形状、大小、折断面或切面特征、气味等
鉴别	显微鉴别、理化鉴别和 DNA 分子鉴别
检查	对中药材非药用部位、外源性杂质、水分、外源性和内源性有毒有害物质的检测
浸出物	根据中药所含主要成分的化学性质和溶解性，采用相应的溶剂进行提取得到的总提取物的得率
指纹图谱和特征图谱	针对中药整体成分或主要特征成分的检测方法
含量测定	中药材中主要药效成分或指标性成分的定量控制

3.5 中药材质量标准推动行业快速发展

3.5.2 中药配方颗粒国标逐步规范

- **国家标准出台，配方颗粒逐渐走向规范化经营。**新国标围绕项目、指标、限度等设立了精确的指导标准，尤其包括其中的基原、质量传递、量值关系、稳定性以及安全性等方面的质量控制。

配方颗粒国家标准特点及解读

	国标特点	内容
1	明确多基原药材品种，使中药基原源头可控更精准	区分不同基原并建立专属的质量标准，如甘草目前暂以乌拉尔甘草为基原建立质量标准
2	充分体现水煎煮传统工艺，确保饮片足量投料	充分考虑经研究确定的饮片量、水煎煮工艺、干燥浓缩方式、浸膏出膏率以及制成量等信息
3	有效甄别中药配方颗粒的真伪优劣，实现中药的整体质量控制	设置薄层鉴别、特征/指纹图谱、浸出物、含量测定等项目，制定相对合理的有关限度及评判指标
4	全面实施新版《中国药典》对外源性有害残留物的要求，使中药配方颗粒更具安全保障	在对中药配方颗粒进行外源性有害残留物研究的基础上，对农残、重金属及有害元素、真菌毒素等参照2020年版《中国药典》进行了统一的规定要求
5	合理规定贮藏、流通环节条件，更好保障中药配方颗粒质量	对影响安全性、有效性的因素，如水分的合理限度、贮藏方式进行了充分考虑

目 录

 **中药行业投资图谱及中药板块历史复盘**

 **中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改**

 **医药子板块：业绩分化，看好中药消费品和独家基药**

3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

3.2 中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.3 中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

3.4 中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

3.5 中药材质量控制：中药材质量标准推动行业快速发展

3.6 中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔

 **投资建议及风险提示**

3.6 中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔

3.6.1 政策加大对民营医疗机构支持力度

□ 自2010年起，政府鼓励社会资本进入医疗服务领域，鼓励有能力的社会资本做大做强，并在之后的十年间一直给予民营医疗服务机构政策方面的优待与支持，因此涌现出一批优秀的民营医院。

近年支持社会办医政策梳理

时间	政策	社会办医/民营医疗相关政策内容
2021年8月	关于深化卫生专业技术人员职称制度改革的指导意见	社会办医卫生专业技术人员在职称申报、评审方面与公立医疗机构卫生专业技术人员享有同等待遇，不受户籍、人事档案、不同办医主体等限制
2020年11月	中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议	支持社会办医
2019年6月	关于促进社会办医持续健康规范发展的意见	积极引导社会力量举办医疗机构，降低准入门槛，探索公立与民营的合作办医模式
2019年2月	加大力度推动社会领域公共服务补短板弱项提质量，促进形成强大国内市场的行动方案	支持社会力量举办、运营高水平全科诊所，深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构
2018年12月	关于优化社会办医医疗机构跨部门审批工作的通知	取消部分医疗机构设置审批作为前置条件，优化社会办医疗机构跨部门审批
2018年10月	2018-2020年全国大型医用设备配置规划	支持非公立机构发展，将不以医疗机构等级、床位规模等业务量因素作为非公立医疗机构的主要配置标准，重点考核机构人员资质与技术服务能力等保障应用质量安全的要求
2018年6月	关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知	二级及以下医疗机构设置审批与执业登记将“两证合一”，卫生健康行政部门不再核发《设置医疗机构批准书》，仅在执业登记时发放《医疗机构执业许可证》，大力推动了民办医疗结构的审批效率
2017年5月	国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见	到2020年，社会力量办医能力明显增强，医疗技术、服务品质、品牌美誉度显著提高，专业人才、健康保险、医药技术等支撑进一步夯实，行业发展环境全面优化
2016年12月	“十三五”卫生与健康规划	到2020年，社会办医院床位占医院床位总数的比重将由2015年的19.4%提升至30%以上
2016年10月	“健康中国2030”规划纲要	优先支持社会力量举办非营利性医疗机构，推进和实现非营利性民营医院与公立医院同等待遇；鼓励医生利用业余时间、退休医生到基层医疗卫生机构执业或开设工作室；破除社会力量进入医疗领域的不合理限制和隐性壁垒
2015年11月	关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见	鼓励社会力量兴办医养结合机构
2015年6月	关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知	进一步放宽准入、拓宽投融资渠道
2014年5月	深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务	重点解决社会办医在准入、人才、土地、投融资等方面政策落实不到位和支持不足的问题，加快推进医师多点执业、社会办医联系点和公立医院改制试点
2013年11月	关于加快发展社会办医的若干意见	优先支持社会资本举办非营利性医疗机构；引导非公立医疗机构向规模化、多层次方向发展，实现公立和非公立医疗机构分工协作、共同发展
2010年11月	关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见	鼓励社会资本进入医疗服务领域，鼓励有条件的非公立医疗机构做大做强

www.SWSC.com.cn

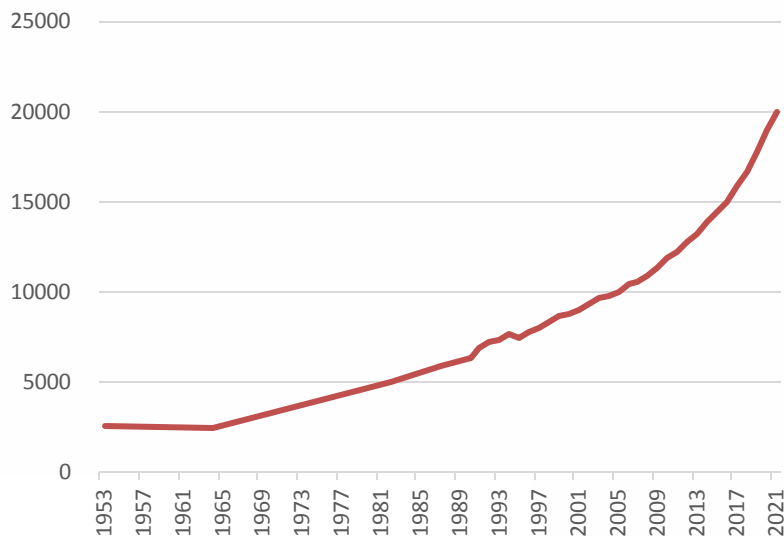
数据来源：弗若斯特沙利文，国家统计局，西南证券整理

3.6 中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔

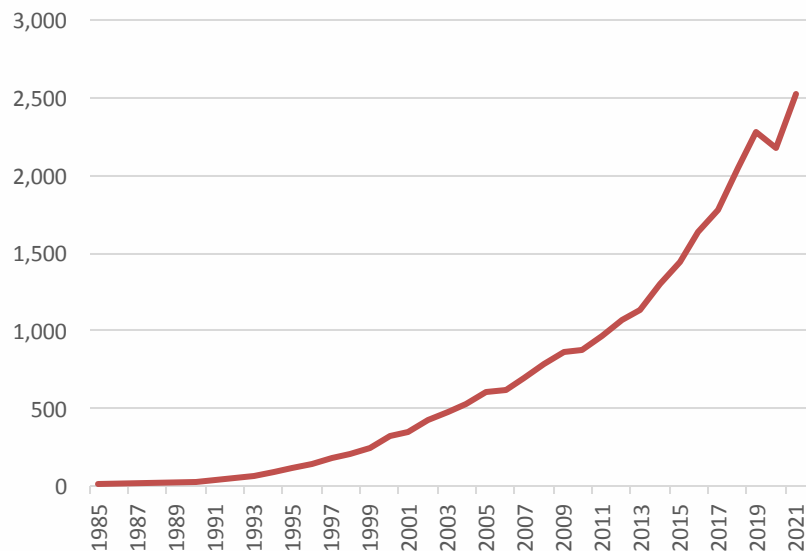
3.6.2 老龄化和消费升级中医诊疗行业发展奠定基础

- ❑ 中国城镇居民和农村居民医疗保健支出持续上涨，平均来看，整体人均医疗保健支出持续增长。
- ❑ 我国老龄化进程逐步加深，65岁以上老人突破2亿人。老龄化的持续加速为医药行业发展奠定坚实基础。

总人口:65岁及以上（万人）



城镇居民家庭:人均年医疗保健支出（元）

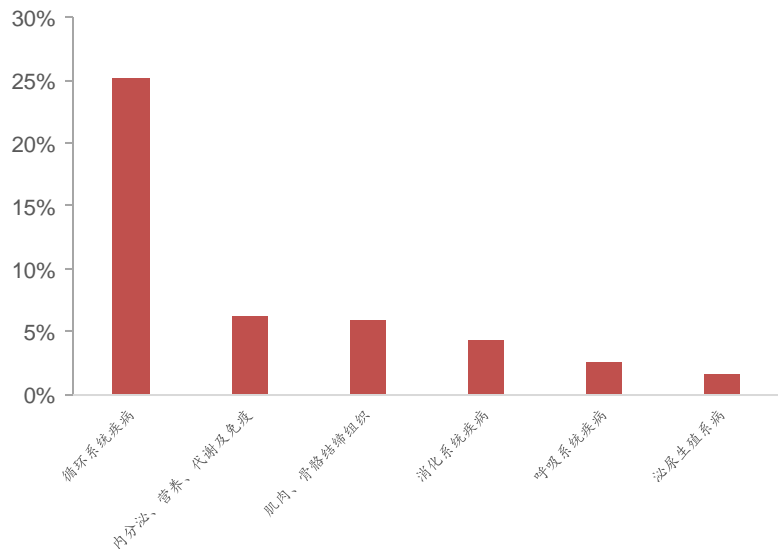


3.6 中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔

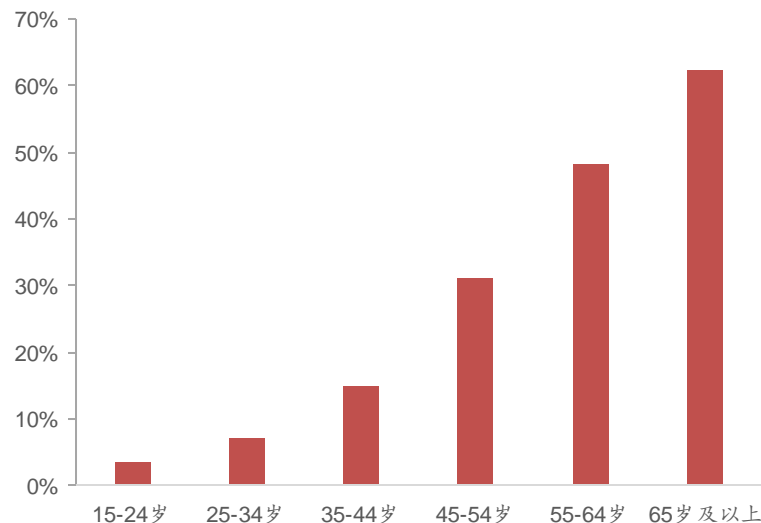
3.6.2 老龄化和消费升级为中医诊疗行业发展奠定基础

- 慢性疾病发病率随年龄增长而逐渐提高，叠加我国人口老龄化加速趋势，慢性疾病患者基数庞大。根据《中国卫生统计年鉴（2020年）》，2018年我国慢性病患病率最高的疾病种类是循环系统疾病（包括心脏病、高血压、心脑血管疾病三类），患病率达25.1%，其次为内分泌、营养、代谢及免疫疾病（包括糖尿病等）和肌肉、骨骼结缔组织疾病（包括关节炎等），患病率分别为6.3%和5.9%。在不同年龄组别的患者中，55-64岁的患者慢性疾病患病率为48.4%，而65岁以上患者患病率达62.3%。

慢性病发病率



不同年龄组慢性病发病率

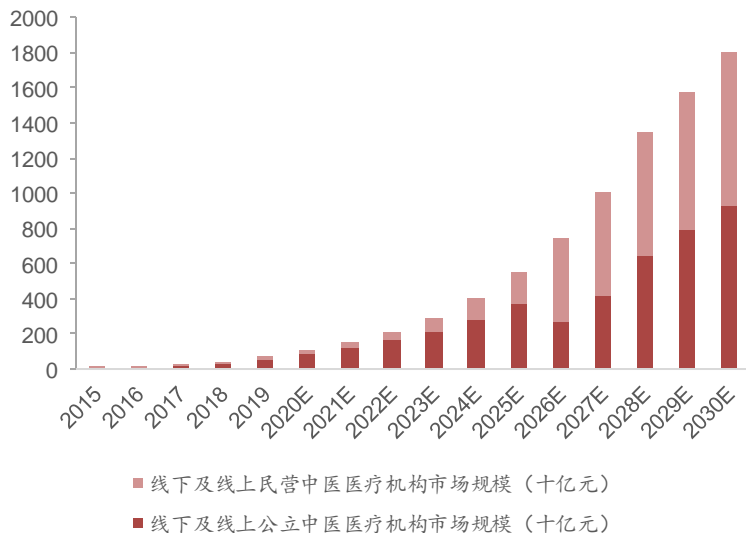


3.6 中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔

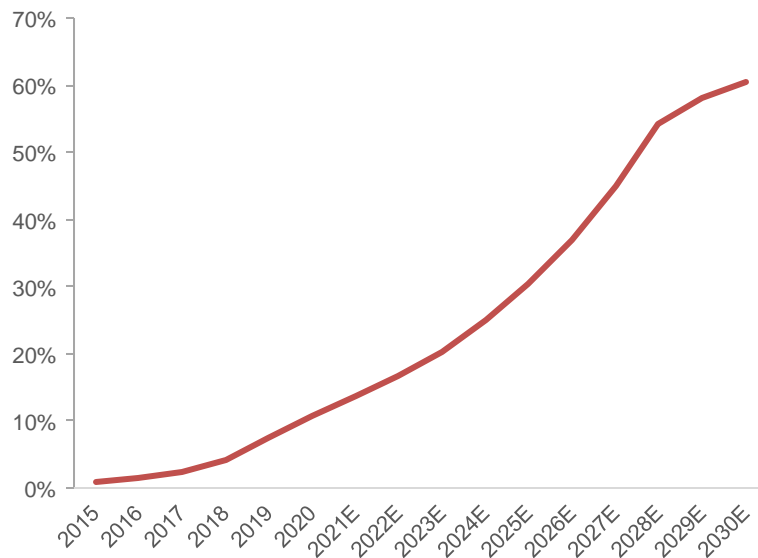
3.6.3 中医诊疗服务蓬勃发展，渗透率快速提升

- 中药行业诊疗稳步增长，未来发展空间较大。目前我国中医医疗服务蓬勃发展，市场规模由2015年的50亿元增长至2019年的692亿元，近4年CAGR为93%；预计至2030年市场规模将会达到1803.1亿，渗透率方面则将由2019年7.5%增长至2030年的60.6%，中医医疗服务行业具有较高的成长空间。

2015-2030E中医医疗机构市场规模变化



2015-2030E中医医疗服务渗透率

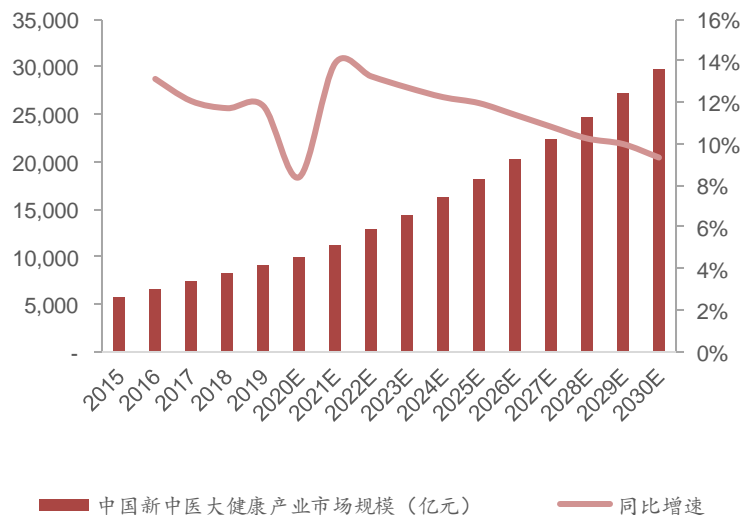


3.6 中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔

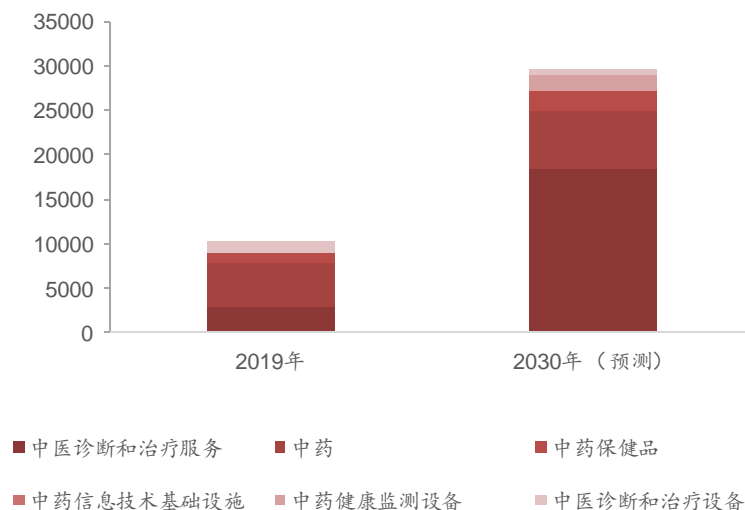
3.6.3 中医大健康产业蓬勃发展

- ❑ 中国中医大健康产业的市场规模由2015年的5790亿元增长至2019年的9170亿元，CAGR达12%，预计至2030年市场规模将达到29730亿元，2019-2030年的复合增速达11.3%，同期增速高于中国整体医疗健康行业。
- ❑ 中医大健康产业由六个部分组成：1) 中医诊断和治疗服务；2) 中药；3) 中药保健品；4) 中药信息技术基础设施；5) 中药健康监测设备；6) 中医诊断和治疗设备。

2020-2030中国新中医大健康产业规模及增速



中国新中医大健康行业构成

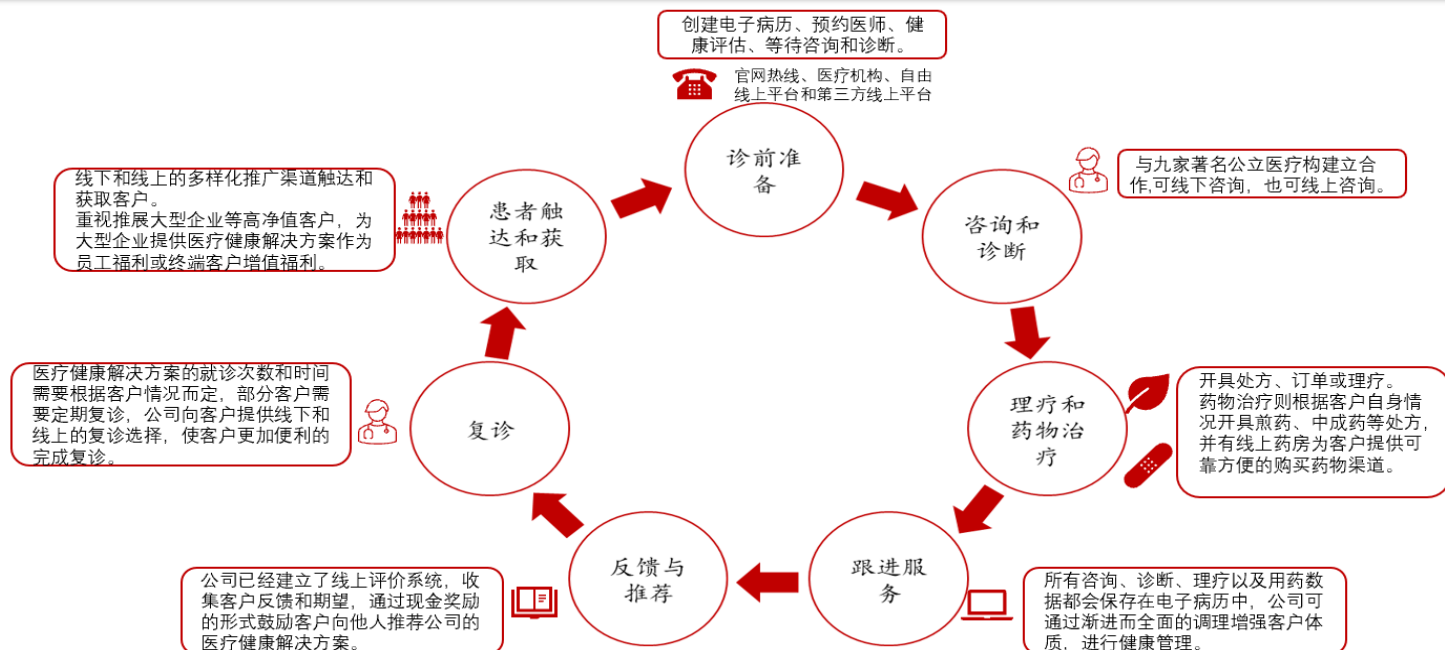


3.6 中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔

3.6.4 固生堂：首家中医医疗服务机构实现上市

- 固生堂致力于提供覆盖疾病诊疗及健康管理全过程的闭环式中医医疗健康解决方案，包括咨询和诊断服务、处方服务、煎药服务/理疗，以及后续的跟进、反馈、复诊等。闭环式服务使客户拥有专业性、便捷性的诊疗体验，有利于增强客户粘性，吸引回头客，以及在患者群体中打造口碑，吸引新客。根据弗若斯特沙利文的资料，按2020年提供医疗健康解决方案产生的总收益计，公司在中国所有同时拥有线下及线上医疗服务网络的私营新中医医疗健康服务提供商中排名第一。

固生堂闭环式服务流程



目 录



中药行业投资图谱及中药板块历史复盘



中药行业三大核心逻辑：政策+业绩+国企混改



医药子板块：业绩分化，看好中药消费品和独家基药

3.1 中药消费品：政策避风港，量价齐升趋势向好

3.2 中药创新药：研发迎来兑现阶段，关注潜力大品种

3.3 中药基药独家品种：进入基药有助放量，独家品种更加受益

3.4 中药配方颗粒：市场空间广阔，有望量价齐升

3.5 中药材质量控制：中药材质量标准推动行业快速发展

3.6 中医医疗服务：中医诊疗方兴未艾，长期发展空间广阔



投资建议及风险提示

政策边际向好，三维度看各细分领域

- ❑ **政策边际利好落地，中药消费品医药免疫。**随着2021年中药行业政策的密集出台，中药饮片/配方颗粒、中药创新、中药国际化和中医医疗服务方面等利好政策密集出台，医保支付向中药倾斜，中药饮片、配方颗粒仍可以加价。**1) 中药消费品政策免疫：**中成药的集采降价幅度也比较温和，湖北、广东省集采降幅分别为42%和56%，降幅温和，全国范围内集采是大势所趋。**2) 中药独家基药：**加快中成药纳入医保，同时即将进行的基药目录调整。中医医疗机构对于DRG/DIP付费有政策倾斜，提振终端需求。**3) 中药配方颗粒：**随着试点放开，“国标”替换“省标”将在下半年带来配方颗粒板块整体的量价齐升。**4) 中药创新药：**优化中药审评审批管理，“三结合”注册评审制下，中药创新药获批的数量有望加快。
- ❑ **估值具有性价比，基金持仓仍处于低位。**中药板块平均估值为21倍，位居申万医药各个子板块中排名第三，略低于申万医药的24.5倍的估值水平。近期随着防疫形势的逐步好转，前期大幅回落有望迎来估值修复。截至2022Q1中药的基金持仓比例为2%，机构持仓占比不高。
- ❑ **投资策略：**中药板块业绩分化明显，行业政策边际利好，基于产品提价、国企混改、渠道库存三个维度，重点看好医保免疫**中药消费品**同仁堂、云南白药、片仔癀、华润三九、寿仙谷、东阿阿胶、马应龙等；**中药独家基药**达仁堂、以岭药业、佐力药业、健民集团、济川药业、福瑞股份、众生药业等；**中药配方颗粒**关注华润三九、柳药股份、红日药业、中国中药等；此外，关注中药创新药以岭药业、康缘药业等；中药材业务关注珍宝岛等；关注中医医疗服务等。
- ❑ **风险提示：**提价不达预期；混改不达预期；业绩不达预期；政策超预期风险。

同仁堂：百年御药量价齐升，国企混改值得期待

- **投资逻辑：**同仁堂是一家百年传承的中药行业龙头公司，公司具有百年历史品牌，以及丰富的产品矩阵。1) 同仁安宫牛黄丸提价10%，量价齐升可期；2) 补益类产品受益于同仁堂科技的两条生产线投产，新基地可生产品种200余种，口服液新增产能1.8亿支，2020年补益类产品产量同比上涨76%，同仁堂科技2022年预计维持10%~20%的收入及利润端增长；3) 管理层重大变更，2022年是国企混改三年行动计划收官之年，同仁堂国企混改可期。
- **百年御药打造品牌护城河，国企混改值得期待：**1) **品牌优势：**同仁堂百年御药传承，先后有9个项目入选非遗项目，铸造了同仁堂稳固的品牌护城河，2020年、2021年连续两年蝉联《胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜》榜首。2) **产品优势：**同仁堂产品矩阵丰富，拥有800余个中成药品规，常年生产的超过400种，独家品种有40余种。3) **混改优势：**新董事长上任，邸淑兵先生在同仁堂集团旗下的多家子公司曾任要职，精通同仁堂各项业务。2022年正值国企混改三年行动计划收官之年，混改有望持续推进。
- **安宫及其他大单品量价齐升，产能释放保障增长：**1) 受天然麝香与天然牛黄持续涨价影响，2021年12月，安宫牛黄丸提价10%至860元/粒。安宫牛黄丸市场需求空间大，是2020年中国城市零售药店终端心脑血管中成药排名第一。同仁安宫牛黄丸市占率54%，排名第一，潜在市场空间大，未来持续量价齐升可期。其余大单品如牛黄清心丸、乌鸡白凤丸等品种均有不同程度的提价，其余品种如壮骨药酒、跌打丸、局方至宝丸、牛黄清胃丸也有提价。2) 2020年补益类营收14.15亿（+9.9%），毛利率38.31%（+4pp），毛利率提升明显。补益类产品受益于同仁堂科技的两条生产线竣工投产，业绩快速释放，2020年补益类产品的产量比2019年上涨76%。

同仁堂：百年御药量价齐升，国企混改值得期待

- **营销改革红利释放：**坚持“以品种为核心，以终端为方向”的营销思路，打造“4+2”经营模式，运营事业部、终端事业部、医疗事业部、药酒事业部协同发展。2020年销售人员数达到9535人，人均贡献销售收入134.51万元。后疫情时代，销售团队有望加速全面落地营销改革。1) 线下：截至2021H1，同仁堂商业下属门店900家，收入44亿元（+29%），利润25亿元（+87%）。同仁堂商业在2019年运营整改和2020年疫情冲击后，公司优化激励机制，推动传统药店转型升级和创新经营，迎来经营质量的全面恢复。2) 线上：搭乘电商发展增速期，加强传统经销商、自有零售终端及互联网市场的联动性，数字化转型赋能，全渠道融合发展。2021年双十一期间，同仁堂股份全品种销售额超3000万，同比增长31%。
- **盈利预测：**综合预计2022-2024年归母净利润为15.5/19.6/24.4亿元，同比增长26%/26.9%/24.1%。
- **风险提示：**原材料波动风险，医药行业政策变化风险，全球疫情不确定风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14603.10	17729.39	20856.55	24528.85
增长率	13.86%	21.41%	17.64%	17.61%
归属母公司净利润（百万元）	1227.37	1546.31	1962.49	2435.93
增长率	19.00%	25.99%	26.91%	24.12%
每股收益EPS（元）	0.89	1.13	1.43	1.78
净资产收益率ROE	11.34%	11.62%	12.48%	13.25%
PE	56	44	35	28
PB	4.10	3.70	3.33	2.98

片仔癀：业绩增长亮眼，“一核多品”持续推进

- **推荐逻辑：**公司是肝病类中药龙头企业，具备3大核心亮点：1）公司具备强品牌优势，提价19次仍未触及天花板，稀缺原料储备充足，保障全国渠道扩张。2）肝病用药市场近千亿，保健品市场近两千亿，片仔癀作为稀缺高端护肝用药对应潜在市场规模超250亿。3）从长期来看，品牌延伸扩充传统名贵中药产品线，日化板块分拆上市，打开多元成长空间。
- **片仔癀具备强品牌、控原料、拓渠道三大核心竞争力。**1）强品牌：片仔癀历史悠久，是国家认证一级保护中药，具备稀缺原料麝香使用权，品牌价值跃居医疗保健胡润排行榜第一。名贵传统中药奠定提价基础，从2004年至2020年零售价一共提价19次，量价齐升趋势不减，提价仍未触及天花板。在2021年天然牛黄从400元/g涨价到500元/g、天然麝香涨价90%，我们预计片仔癀提价的预期较强；2）拓渠道：公司通过全国开设体验店拓展全国渠道，吸引全国高净值消费人群。截至2020年末全国已经布局达260家，省外新增体验店提速，2020年新增省外64家，省内6家。体验店渠道占比迅速提升，随着省外体验店逐渐步入成熟期，省外销售收入占比提升已经逐渐得到兑现。2021年5月公司开辟线上直营渠道，直营占比提升，利润率大幅增长。3）控原料：公司推进人工养麝弥补稀缺原料供给不足，目前陕西养殖基地养麝超1万头，我们推测年产超100公斤。目前公司的原料战略储备充足，麝香和牛黄均可满足3年的产能扩张。
- **强化中药名方矩阵，日化启动分拆上市。**1）强化传统中药，并购龙晖获得安宫牛黄丸、西黄丸等传统名贵品种，借助品牌、渠道优势，打造名贵中药龙头；2）公司与上海家化合作成立子公司拓展日化品类，经营业绩持续向好。化妆品板块2018-2019年增速均超过50%，2020年收入达到6.1亿元，增长势头保持强劲。化妆品子公司分拆上市已提上日程。

片仔癀：业绩增长亮眼，“一核多品”持续推进

- **高端保健品稀缺，肝病用药市场近千亿。**我国肝病人数居高不下，维持在4.5亿人左右，带来肝病保健与治疗庞大市场需求。**1) 从保健属性来看**，我国人均医疗保健支出持续快速增长，2020年保健品市场规模1710亿元，行业竞争格局分散，TOP5仅占据33.7%。片仔癀作为高端保健品在护肝解酒功效突出，在健康饮酒观念下，片仔癀有望随着高端白酒实现快速增长，假设未来3年渗透率提升至3%，潜在市场空间达51亿元。**2) 从药的属性来看**，片仔癀在肝病用药中成药市场中位居第一。2020年我国肝病用药整体市场已达998亿元，2019年片仔癀在我国肝病用药市场中渗透率为2.5%，假如未来3年内患者渗透率提升至0.5%，对应慢性肝病用药市场超200亿元。
- **盈利预测：**预计2022-2024年归母净利润分别为30.59亿元、39.6亿元和52.2亿元。
- **风险提示：**原材料价格及产量大幅波动、提价不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8021.55	9372.22	11448.64	14089.79
增长率	23.20%	16.84%	22.16%	23.07%
归属母公司净利润（百万元）	2431.45	3059.42	3960.33	5222.10
增长率	45.46%	25.83%	29.45%	31.86%
每股收益EPS（元）	4.03	5.07	6.56	8.66
净资产收益率ROE	24.31%	25.16%	26.22%	27.43%
PE	83	66	51	39
PB	19.93	16.53	13.27	10.52

云南白药：“1+4+1”战略推进，新业务开辟第二成长曲线

- **推荐逻辑：**1) 云南白药系列药品居骨伤科行业第一，拓展康复器械领域；2) 品牌价值延伸模式成熟，云南白药牙膏市占率高达22%，护肤、洗护发、卫生巾持续发力；3) 国企混改落地，2022年员工持股+股权激励保障未来ROE保持10.5%以上的增长。
- **主营业务战略目标精准定位，新业态增势迅猛。**药品、大健康、中药保健和医药商业各自具备不同市场定位。**1) 明星产品：**以云南白药牙膏为代表，具有高市占率和高增长率的特点，产品不断开拓创新，仍然具有较高增长潜力。2022年1月云南白药散剂出厂价提价13.5%，其他剂型有望在成本上涨压力下进一步提价。2020年健康事业部收入为54亿元，同比增长15%，牙膏市占率突破22%，龙头地位进一步稳固。**2) 金牛产品：**传统核心业务药品事业部和医药商业事业部属于金牛产品业务部门，为公司贡献稳定的利润和现金流来源，具有较高的市场份额，同时奠定白药的品牌基础，为孵化其他系列产品提供稳定的现金流。2020年商业实现收入215亿元，同比增长13%，两票制后并购省内中小流通商，未来仍然有望在行业加速集中趋势下维持快速增长。以云南白药系列为代表的药品事业部2020年营收为50.6亿元，多个云南白药系列单品位居骨伤科用药前列。骨科器械外延拓展至康复器械领域，储备超100种产品；**3) 成长性产品：**储备品种丰富，主要包括大健康事业部的洗护发用品、卫生巾、面膜以及茶品，这些产品具有较高的业绩弹性增长，且目前市占率较低，未来发展的空间大。
- **国改注入活力，推动渠道变革和国际化战略。**1) 国企混改落地，推进三大激励举措，薪酬体制改革、员工持股与股权激励相继实施，极大的激发员工积极性。2) 渠道变革：线下开拓体验店数量，拓展品牌影响力；线上IP营销，推动传统医药、大健康产品与互联网结合。3) 国际化：设立北京、上海和海南国际中心，推动国际化发展，不断从产品、科研、人才方面走向国际化。

云南白药：“1+4+1”战略推进，新业务开辟第二成长曲线

- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年归母净利润分别为41.6亿元、47.8亿元和55.3亿元，对应PE分别为24倍、21倍和18倍。考虑到公司四大业务持续向好，骨伤科用药龙头地位稳固，股权激励计划激发员工积极性，牙膏和护肤领域新产品和新项目持续落地，公司未来增长可期。
- **风险提示：**产品销售或不达预期，市场拓展不达预期，公允价值变动风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	36373.92	42492.52	48866.40	56196.36
增长率	11.09%	16.82%	15.00%	15.00%
归属母公司净利润（百万元）	2803.62	4163.83	4783.28	5528.82
增长率	-49.17%	48.52%	14.88%	15.59%
每股收益EPS（元）	1.56	2.32	2.66	3.08
净资产收益率ROE	7.28%	9.88%	10.38%	10.92%
PE	36	24	21	18
PB	2.66	2.43	2.22	2.02

济川药业：产品结构持续调整，开启发展新征程

- **推荐逻辑：**1) 产品结构持续改善，蒲地蓝口服溶液和雷贝合计收入占比已经不到50%，二线品种如小儿豉翘清热颗粒等产品加速增长，成长动力转换；2) 小儿豉翘清热颗粒2021年增速超过60%，市场份额第一，目前仍处于快速放量阶段；3) 公司布局大健康、长效生长激素等业务，未来有望成为公司新的增长点。
- **产品结构持续改善，增长动力加速转换。**公司是我国儿科用药的龙头企业，蒲地蓝口服溶液和雷贝等产品是公司早期的主力产品，2019年开始因蒲地蓝口服溶液退出省级医保等影响，公司业绩增速放缓，经过几年调整，公司的小儿豉翘清热颗粒开始加速放量，此外，公司的多个二线品种如健胃消食口服溶液等逐步开始放量，此外，公司加速布局大健康、生长激素等业务，成长动力切换。
- **小儿豉翘加速放量，驱动公司业绩增长的核心动力。**小儿豉翘清热颗粒是公司最核心的儿科用药，公司的儿科用药收入从2017年的9亿元增长到2019年的15.3亿元，2020年因受到疫情影响收入为10.4亿元，2021年开始迎来快速恢复，2021年销售额超过17亿元。2021年开始，公司逐步推出了无蔗糖的小儿豉翘清热颗粒，对药物的气味、苦味、粘稠度、异味进行了全面优化，产品口感显著提升，且无蔗糖的小儿豉翘清热颗粒价格高于有蔗糖的小儿豉翘清热颗粒，预计新产品的推出有助于提升小儿豉翘清热颗粒的整体增长。
- **二线品种加速放量，蒲地蓝日化、生长激素等新业务值得期待。**公司二线产品如健胃消食口服溶液、甘海胃康胶囊、川芎通脑颗粒等产品市场空间较大，目前基数较低，仍处于快速成长阶段，是公司未来的业绩增长动力。公司近几年持续布局大健康业务，并和天境生物合作引入长效生长激素，均为市场成长空间广阔的赛道，有望成为未来的增长点。
- **传统优势产品趋于平稳，有望贡献稳定现金流。**公司传统产品蒲地蓝口服溶液和雷贝合计收入占比已经不到50%，蒲地蓝口服溶液基本已经退出大部分省级医保，预计销售额将趋稳，雷贝销售也趋于成熟，未来有望贡献稳定现金流。

济川药业：产品结构持续调整，开启发展新征程

- **盈利预测**：预计公司2022-2024年归母净利润复合增速有望达到15%，归母净利润分别达到19.7亿元、23.1亿元和26.6亿元。
- **风险提示**：产品降价风险，研发不及预期风险，医药行业其他政策风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7630.51	8856.38	10258.43	11717.29
增长率	23.77%	16.07%	15.83%	14.22%
归属母公司净利润（百万元）	1719.18	1974.38	2312.62	2664.37
增长率	34.60%	14.84%	17.13%	15.21%
每股收益EPS（元）	1.94	2.22	2.60	3.00
净资产收益率ROE	18.81%	18.86%	19.02%	18.89%
PE	13	11	10	8
PB	2.47	2.16	1.86	1.60

以岭药业：连花出海市场可期，中药创新持续推进

- **推荐逻辑：**1) 连花清瘟胶囊2021年收入突破40亿元，已在海外超30个国家注册，海外市场拓展打开成长空间；2) 心脑血管2021收入45.3亿元，逆势增长44.8%，三大拳头产品市占率提升至17.8%，预计未来三年将维持15%的增长；3) 创新研发力度加大，6项中药品种逐步上市，形成创新产品梯队。连花清咳、解郁除烦胶囊和益肾养心安神片三个新品种有望放量增长。
- **连花系列品牌树立，国际化打开海外市场。**连花清瘟在2021上半年公立医疗市场中成药感冒用药销售排名位列第1名，成为零售市场感冒用药中成药第一大品牌，感冒用药/清热类市场2021年整体市场规模约310亿，同比下降10.8%，2021年连花清瘟胶囊在感冒用药/清热类销售额在零售终端排名第2位，市场占有率为6.6%。新冠防疫常态化，连花清瘟列入防疫指南，随着产品品牌树立，随着药店购药限制放开，有望进一步实现反弹。公司已在30多个国家和地区布局注册工作，2021年海外销售收入达到2.4亿元，连花清瘟胶囊的国际化进程也在不断推进中。连花清咳片2020年5月上市，2020年纳入医保目录，与连花清瘟形成合力治疗新冠，有望凭借连花系列品牌优势持续放量增长。
- **心脑血管产品逆势增长，市占率逐步提升。**公司在心脑血管2021收入45.3亿元，逆势增长44.8%。通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊在2021上半年公立医疗市场中成药心血管疾病内服用药排名中，分别排名第2名、第5名和第9名。根据米内网，三款产品在2021年上半年公立医疗市场中成药心血管疾病用药市场份额提升至17.8%。随着人口老龄化，院内端心脑血管口服中成药稳定增长，2021H1院内口服心脑血管用药增长14%，心脑血管类口服中成药份额提升至57.5%，2015-2020CAGR达到5.9%。2021年零售端心脑血管中成药市场规模达到190亿，同比增长17.6%，2017-2021年复合增长8.8%。零售端心脑血管中成药市场集中度亦呈现提升趋势。

以岭药业：连花出海市场可期，中药创新持续推进

- **研发投入加大，新品种贡献业绩弹性可观。**津力达颗粒在2021上半年公立医疗市场中成药糖尿病用药销售排名位列第2名，市占率为10.8%。2021年上市治疗轻、中度抑郁症的解郁除烦胶囊，治疗失眠症的益肾养心安神片预计2022年有望进入医保。6项中药正在开展临床研究，拓展精神类疾病新产品领域，有望成为公司新的业务增长点，小儿连花清感颗粒获批临床，目前正在开展II期临床研究。三个新产品均通过随机对照临床试验数据获批上市，为临床推广提供扎实的依据，从中长期来看，连花清咳片定位在咳嗽大市场里有望成为十亿品种。解郁除烦胶囊可对标康弘的舒肝解郁胶囊（终端销售规模约5亿）成为5-10亿品种。
- **盈利预测。**公司在呼吸和心脑血管市场根基扎实，老品种持续稳健增长。第二梯队品种津力达、八子补肾、夏荔芪正处在高速增长期，近两年上市的三个新品种连花清咳片、解郁除烦胶囊、益肾养心安神片也即将放量，奠定持续增长基础。总体来看，公司品牌优势树立叠加新品放量增长，2022-2024年利润复合增速为22.6%。
- **风险提示：**研发进度不及预期、新品推广不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10116.79	11682.72	13492.75	15794.90
增长率	15.19%	15.48%	15.49%	17.06%
归属母公司净利润（百万元）	1343.86	1621.92	1994.08	2477.62
增长率	10.27%	20.69%	22.95%	24.25%
每股收益EPS（元）	0.80	0.97	1.19	1.48
净资产收益率ROE	14.79%	17.25%	20.34%	23.99%
PE	33	28	23	18
PB	4.95	4.79	4.59	4.36

华润三九：CHC和处方药齐头并进，持续成长前景可期

- **投资逻辑：**1) 2021年公司发布股权激励，多维度股权激励考核方案激发增长动能；2) 公司三九品牌认知度高，未来仍具一定提价空间，同时CHC业务持续拓展市场边界，近几年复合增速保持在10%以上，长期空间广阔；3) 处方药业务探索转型，其中中药配方颗粒收入达到30亿体量，有望继续加速增长，成为新增长点。
- **多维度股权激励考核方案激发增长动能。**2021年12月2日，公司公告2021年限制性股票激励计划（草案），拟向对象授予978.9万股，占计划公告时公司总股本的1.0%。本次股权激励业绩考核目标为：1) 2022-2024年归母扣非净资产收益率不低于10.15%/10.16%/10.17%，且不低于对标企业75分位水平；2) 以2020年为基准，2022-2024年归母扣非净利润年复合增长率均不低于10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；3) 2022-2024年总资产周转率不低于0.69/0.70/0.72，多维度股权激励考核方案激发增长动能。
- **三九品牌认知度高，CHC业务持续拓展市场边界。**公司CHC业务产品覆盖领域广，涵盖了感冒药、胃肠道用药、皮肤病用药、止咳化痰药等，公司“999”系列品牌价值具备稀缺性，市场认可度高，未来随着产品线持续扩张、终端布局加速完善、营销模式推陈出新，“999”系列明星品牌仍具有提价潜力，利润快速增长具有较大确定性。有别于传统OTC对药品的局限，CHC涵盖业务范围更加广阔，目前公司持续向大健康领域拓展，未来成长空间广阔。
- **处方药业务探索转型，中药配方颗粒有望成为新增长点。**公司处方药业务不断调整产品结构，中药注射剂占比逐年下降，抗感染和其他专科药品占比也持续下降。公司大力发展中药配方颗粒业务，已经成为中药配方颗粒龙头企业，2020年在中药配方颗粒市场市占率超过10%，可以生产600余种单味配方颗粒品种。配方颗粒业务市场空间较大，配方颗粒业务需要全产业链能力，行业监管较严，进入壁垒较高，公司作为先发企业，在产品布局和产品质量上具有较大优势，未来有望领跑行业。

华润三九：CHC和处方药齐头并进，持续成长前景可期

□ **盈利预测**：预计2022-2024年公司归母净利润分别为23.9亿元、28.3亿元和32.1亿元。

□ **风险提示**：原材料价格或大幅波动，提价不及预期，研发不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	15319.99	17701.98	19940.76	21993.34
增长率	12.34%	15.55%	12.65%	10.29%
归属母公司净利润（百万元）	2046.87	2392.72	2825.88	3208.75
增长率	28.13%	16.90%	18.10%	13.55%
每股收益EPS（元）	2.09	2.44	2.89	3.28
净资产收益率ROE	13.24%	14.13%	14.82%	14.96%
PE	21	18	15	13
PB	2.73	2.44	2.17	1.93

寿仙谷：现代科技延续百年品牌，省外渠道打开成长空间

- **推荐逻辑：**1) 公司受益于中药饮片和保健品市场快速发展，2020年中药饮片市场规模突破2000亿元，此外保健品行业市场规模预计到2025年将突破2435亿元。2) 产品具有疗效好、育种壁垒和加工技术优势，第三代去壁技术获得独家专利，其有效成分比其他破壁灵芝孢子粉的10倍；3) 省外渠道快速扩张，开辟外省加盟商模式，推广高端新剂型孢子粉片剂，预计2022年目标新增30家城市代理商。
- **产品品牌力逐渐增强，新产品剂型提价明显。**公司产品拥有三大核心优势：1) 产品适应症广，抗癌效果显著，灵芝孢子粉从临床数据上看能显著强化多种肿瘤治疗效果，同时具有提高免疫力、预防心脑血管疾病和老年痴呆等保健效果；2) **育种壁垒：**公司通过育种技术培育产量高、有效成分含量高的灵芝优良品种，3) **加工技术：**公司第三代去壁技术获得独家专利，无重金属污染，有效避免氧化，第三代去壁灵芝孢子粉的灵芝多糖与灵芝三萜等有效成分比其他普通破壁灵芝孢子粉的10倍。
- **大力开拓线上渠道，省外扩张打开市场成长空间。**2021年公司省内收入连续两年突破4亿元，收入占比为63.5%，互联网销售收入1.9亿元，占比为27.3%，省外收入7933万元，占比为12.2%。随着公司品牌力增强，线上渠道2016-2021年收入复合增速45%，线上渠道开辟实现收入快速增长。2021年底公司大力开拓省外渠道，通过开辟新的加盟商（城市代理商）的模式，主要的开拓地区是北京、上海、广州和江苏。截至2022Q1公司省外加盟商已经达到14家，Q1新增4家，实现快速拓张。省外市场重点推广高端新剂型孢子粉片剂，片剂一年的服用费用为3.4-6.8万元，粉剂和颗粒剂根据服用情况分别为1.9-3.9万元，经销商给与更大折扣优惠。预计2022年目标新增30家城市代理商，省外市场收入将快速提升。

寿仙谷：现代科技延续百年品牌，省外渠道打开成长空间

- **公开发行第二期可转债用于产能扩建。**本次公开发行可转债募集资金总额不超过3.98亿元，扣除发行费用后，募集资金拟用于寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目和寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目。项目建成后，将形成年产20吨保健食品片剂、胶囊剂的生产能力，为省外扩张提供充足产能。项目建成达产后，将年均新增销售收入33897万元，年均实现净利润7572万元。项目的建成投产将有助于培育公司新的利润增长点，为公司带来显著的经济效益。
- **盈利预测：**考虑到公司省外扩张带来业绩增量，预计2022-2024年EPS分别为1.64元、2.15元、2.79元，2022-2024年的复合增速为28.5%。
- **风险提示：**原材料价格及产量大幅波动、省外扩张不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	767.14	928.24	1132.45	1392.91
增长率	20.61%	21.00%	22.00%	23.00%
归属母公司净利润（百万元）	200.83	250.65	327.32	426.11
增长率	32.37%	24.81%	30.59%	30.18%
每股收益EPS（元）	1.32	1.64	2.15	2.79
净资产收益率ROE	12.36%	14.17%	16.20%	18.15%
PE	37	30	23	18
PB	4.63	4.24	3.71	3.19

健民集团：儿科用药快速增长，体外培育牛黄增厚业绩

- **龙牡壮骨颗粒拐点降至，全年有望恢复20%以上增长。** 2021年公司儿科用药收入达到8.9亿元，同比增长48%。龙牡壮骨颗粒2021年收入6.7亿元，作为第一大单品具有多重优势：1）十大补钙品牌，2020年成为药店终端儿童中成药销量排行榜第一名；2）在补钙同时还具有调理脾胃促进消化功效，达到间接补钙效果。2019年产品换新包装，价格提升，全面走向院外市场。2022年5月龙牡壮骨颗粒产品调价结束，同时龙牡2022年下半年重回院内市场，全年有望实现超过20%以上增长。
- **院内产品放量增长，多个单品有望复制龙牡模式。** 公司产品梯队丰富，2022年预计过亿元品种将达到6个。2022Q1公司院内端产品实现20%的增长，在销售人员增加和院内渠道增加情况下，宝泰康、雌二醇、健脾生血颗粒和小金胶囊均实现较快增长。其中，健脾生血颗粒、宝泰康全年预计2亿元以上销售额，此外，便通胶囊有望复制龙牡模式，院内向院外拓展市场，全年目标3亿元。
- **大鹏药业独家专利壁垒，长期增长空间大。** 我国以牛黄为原料的品种多达600多种，天然牛黄存在供需缺口，我国天然牛黄的价格已经突破500元/g。体外培育牛黄具有低成本优势、药效等同于天然牛黄，成为天然牛黄的有效替代。公司子公司大鹏药业1999年购入体外培育牛黄独家技术。2021年大鹏药业实现收入6.76亿元，净利润3.4亿元。国内牛黄市场供需失衡加剧，体外培育牛黄未来将进一步实现天然牛黄和人工牛黄的替代。大鹏药业目前拥有49个终端含有体外培育牛黄的产品，相对于人工牛黄的规格疗效更好，C端发力有望打开第二成长曲线。

健民集团：儿科用药快速增长，体外培育牛黄增厚业绩

- **盈利预测**：预计2022-2024年EPS分别为2.59元、3.29元、4.24元，未来三年归母净利润将保持26.1%的复合增长率。
- **风险提示**：龙牡壮骨颗粒销量增长不及预期、体外培育牛黄销量增长不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3278.18	3972.52	4861.99	5959.30
增长率	33.48%	21.18%	22.39%	22.57%
归属母公司净利润（百万元）	324.74	396.75	504.55	651.13
增长率	119.73%	22.18%	27.17%	29.05%
每股收益EPS（元）	2.12	2.59	3.29	4.24
净资产收益率ROE	20.75%	21.63%	23.05%	24.57%
PE	23	19	15	11
PB	4.77	4.06	3.40	2.81

达仁堂：老牌中成药企业，迎来发展新起点

- **推荐逻辑：**1) 集团混改加速推进，前太极集团副总经理张铭芮女士为公司董事长，天药集团副董事长郭珉总已为公司董事，老国企有望迸发新活力；2) 速效救心丸过10亿大品种，目前日用金额不到4元，仍具一定提价空间，长期成长空间较大；3) 中成药品种资源丰富，部分品种销售额目前超过1亿元，预计随着公司销售端的逐步发力，有望加速增长。
- **集团混改加速推进，老国企有望迸发新活力。**2021年上半年公司控股股东天津医药集团已完成混改，前太极集团副总经理张铭芮女士为公司董事长，天药集团新任董事长郭珉总已为公司董事。混改完成后，上市公司层面董事会成员开始变动，公司业务层面也有望逐步调整，公司发展有望提速。
- **速效救心丸过10亿大品种，未来仍具成长空间。**我国心血管病患率及死亡率仍处于上升阶段，预计心血管病现患人数超过3亿，患者基数较大。心脑血管中成药已成为零售药店重要品类之一，2020年中国城市零售药店终端心脑血管中成药市场仍持续扩容，销售收入超过100亿元。速效救心丸从2015年开始提价，并在2017年完成，40mg*120粒规格提价前平均中标价在25元左右，日用药金额不到3元，提价后平均中标价在35元以上，日用药金额接近4元，日用价格仍然较低，预计未来仍具提价空间。目前公司打造常服概念，加大在医院端推广力度，改变速效救心丸用于急救的使用场景，目前速效救心丸在医院端和零售端的销售比例接近1:1，预计常服有望极大增加速效救心丸消费量，推动医院端占比进一步提升，为长期增长增添动力。
- **中成药品种资源丰富，主力品种成长空间广阔。**公司品种资源丰富，拥有18个剂型，502个药品批准文号，包括心脑血管药、呼吸系统药、脾胃药、感冒药、肿瘤用药、妇科、儿科用药等多系列产品群以及通脉养心丸、清咽滴丸、清肺消炎丸、胃肠安、紫龙金片等多个知名品种，部分品种销售额目前超过1亿元，预计随着公司销售端的逐步发力，有望加速增长。

达仁堂：老牌中成药企业，迎来发展新起点

- **盈利预测与投资建议。**公司国企改革后，销售端有望发力，核心产品速效救心丸竞争力强，且有一定提价预期，增长有望提速，同时，二线品种也有望继续做大，公司业绩进入加速增长阶段，长期发展值得期待。
- **风险提示：**销售不及预期；集采风险；在研产品进度不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6907.54	7560.24	8664.27	10022.96
增长率	4.60%	9.45%	14.60%	15.68%
归属母公司净利润（百万元）	769.14	917.80	1159.35	1467.92
增长率	16.24%	19.33%	26.32%	26.62%
每股收益EPS（元）	0.99	1.19	1.50	1.90
净资产收益率ROE	12.08%	13.29%	14.93%	16.61%
PE	24	20	16	13
PB	2.86	2.60	2.31	2.03

风险提示

- 行业竞争加剧风险；
- 产品研发不及预期风险；
- 产品降价风险；
- 其他医药行业政策风险等。

西南证券投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海 地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼 邮编：200120	深圳 地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼 邮编：518040
北京 地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼 邮编：100033	重庆 地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼 邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn