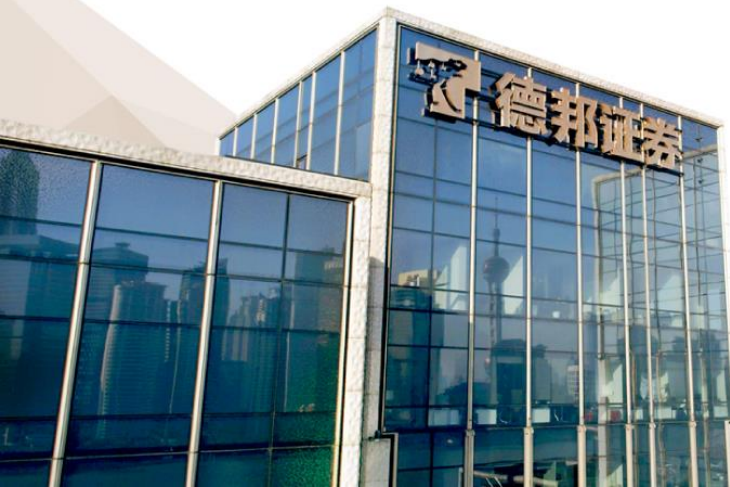




德邦证券
Topsperity Securities

2022年12月4日
证券研究报告 | 行业专题

中药行业专题：传承民族瑰宝，创新求实前行



证券分析师

姓名：陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：陈进

资格编号：S0120521110001

邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：张俊

资格编号：S0120522080001

邮箱：zhangjun6@tebon.com.cn

中药：政策利好+传承创新，国粹崛起进行中

核心逻辑：

- **中药是民族自信与文化遗产的载体，“政策+业绩+估值”三大优势于一体。**
- **顶层设计反复明确支持：**发展中医药为国家战略，1) 国务院办公厅于3月发布《“十四五”中医药发展规划》，支持中医药发展政策文件正式出台，顶层设计确立健全，配套政策有望陆续出台；2) 4月，WHO关于中医药治疗新冠专家评估会让中药登上世界舞台，大幅提高中医药在全球的影响力；3) 二十大再次明确要“促进中医药传承发展”，会中提及对中药的弘扬与推广，如此密集利好政策强化中药板块的重要性。

当前环境，我们看好中药以下方向：

- **抗疫中药：**抗疫三年，中药作用举足轻重，巨量需求即将来临。最新20条政策，指引疫情管控向健康方向发展，将催生庞大的抗病毒治疗与缓解症状药物市场，抗疫中药确定性最高，建议关注抗疫核心品种公司：**以岭药业、康缘药业、步长制药等**；
- **品牌OTC：**消费复苏下中药品牌OTC将有望迎来业绩爆发，中药品牌OTC受益于消费复苏与健康诉求的日益旺盛，需求端持续旺盛，且OTC品种存在提价空间，量价齐升逻辑清晰。建议关注：**太极集团、同仁堂、华润三九、昆药集团等**；
- **中药创新药：**政策红利+新药逻辑，在支付端受政策优待，医保谈判成功率高，价格调整幅度温和；审评端上中药新药已在申报中单列，申报上市与临床数量提升显著，规范化上市审批流程与要求，中药创新药临床认可度持续提升；基药目录+品种独家形成强护城河。建议关注**以岭药业、康缘药业等**；
- **风险提示：**疫情影响风险，医保或集采降价风险，行业竞争加剧风险等

目录

CONTENTS

- 01 政策利好中药，落地在哪？
- 02 中药公司成长性靠什么驱动？
- 03 中药板块估值怎么看？
- 04 相关公司
- 05 风险提示



01

政策利好，落地在哪？

- 1.1 政策红利持续加码中药
- 1.2 评审政策支持中药创新，新药申报重启上升趋势
- 1.3 医保支付端格局良好，基药目录调整在即
- 1.4 中成药集采：常态化，独家品种降幅温和
- 1.5 医院端：医疗机构及人才发展规划愈加明晰
- 1.6 地方层面积极落实国家战略

1.1 政策红利持续加码中药

- **国家层面政策导向延续，围绕“十四五”规划、健康中国顶层战略颁布全方位配套政策。**22年3月国务院发布《“十四五”中医药发展规划》，中药顶层设计已初步完善。近期，二十大会议顶层设计再次明确要“促进中医药传承发展”，会中提及中药；十四五中医药人才规划出台，看好近期医保谈判及未来可能的基药目录调整机会。

图：顶层战略全方位助力中医药发展

顶层战略

- 2016年10月，中共中央、国务院发布了《“**健康中国2030”规划纲要**》，**明确未来十五年充分发挥中医药独特优势**

- 2022年3月，国务院发布《“**十四五**”**中医药发展规划**》，到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善

中药审核

- 2017年10月，中共中央发布《**关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见**》，**支持中药传承和创新，提高中药临床研究能力**

医保支付

- 2021年12月，国家医保局发布《**关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见**》，明确完善适合中医药特点的支付政策，**中药饮片顺加不超25%和中药制剂自主定价**。

人才建设

- 2022年6月，国家中医药管理局发布《**关于加强新时代中医药人才工作的意见**》，明确到2025年，实现全部社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆、配备中医医师

基层服务

- 2022年3月，中医药局发布《**基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划**》，明确实现“**一般病在市县解决，日常疾病在基层解决**”提供中医药保障

1.2 评审政策支持中药创新，新药申报重启上升趋势

➤ **近年中药注册管理制度持续优化，中药创新药概念得到明确界定。**新版中药注册分类将“中药创新药”单独列出，进一步明确中药创新药概念，涵盖复方制剂、中药材及其制剂，新药材及其制剂。2022年11月药监局发布的《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》中再次提出支持研制基于古代经典名方、名老中医方、医疗机构中药制剂等具有丰富中医临床实践经验的中药新药。

表：近年中药注册管理制度

文件名称	颁布主体	时间	相关内容
《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央国务院	2019.10	构建中医药理论、人用经验、临床试验相结合的中药注册评审证据体系
《中药注册分类及申报资料要求》	国家药监局综合司	2020.9	对中药注册分类进行调整，重点优化了体现中药特点的中药复方制剂的注册申报路径，丰富了古代经典名方中药复方制剂范围。
《中药新药毒理研究用样品研究技术指导原则（试行）》	国家药监局药审中心	2022.1	指导和规范用于注册申报的中药新药毒理研究用样品制备、质量控制、配制等环节的研究和过程管理，以保障客观、准确地评价药物非临床安全性
《基于“三结合”注册评审证据体系下的沟通交流指导原则（试行）》、《基于人用经验的中药复方制剂新药临床研发指导原则（试行）》	国家药监局药审中心	2022.4	在1.1类中药研发各关键阶段，申请人应基于所研发品种的中医药治疗优势和特点，紧扣临床定位，不同研发背景下可以用不同方法和工具来进行药物评价。
《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》	国家药监局综合司	2022.11	支持研制基于古代经典名方、名老中医方、医疗机构中药制剂等具有丰富中医临床实践经验的中药新药；支持研制对人体具有多靶向系统性调节干预功能等的中药新药，鼓励用科学原理阐释中药的作用机理。

资料来源：中国政府网，国家中医药局，国家药监局，德邦研究所

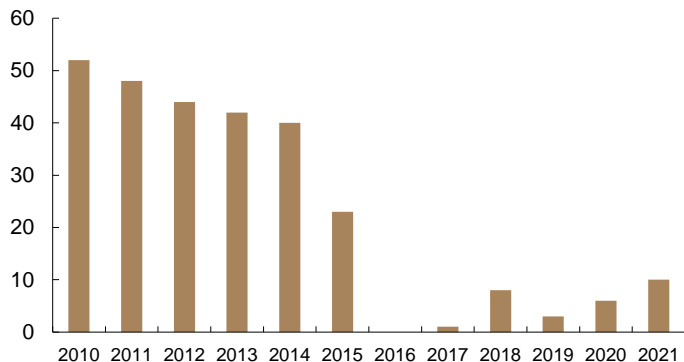
图：2007版和2020版中药注册分类内容



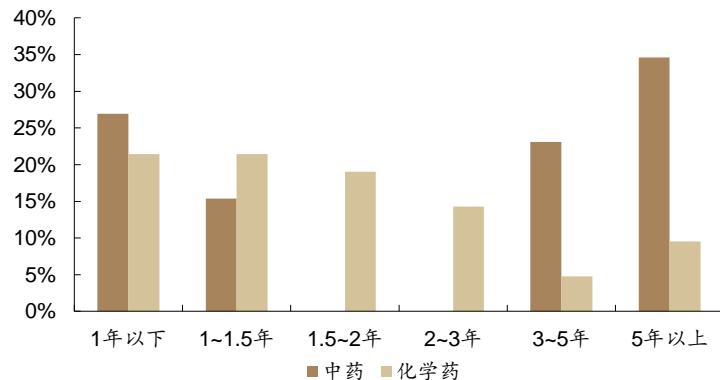
1.2 评审政策支持中药创新，新药申报重启上升趋势

- ▶ **政策支持下，中药新药审批数量开始恢复。**随着对药品评审理念的适应，中药研发和注册审评日趋规范，2015年CDE严查临床数据影响已陆续减弱。2017年以来，中药新药上市申报开始恢复，2021年获批上市的中药新药增长至11个品种。
- ▶ **平均来看中药新药研发跨度比化学药长，但近两年审评速度加快。**中药新药NDA时间超过3年的数量占比为58%，化学药仅为14%。临床研发耗时较长的中药新药递交IND时间大都在2005年前，递交NDA时间大都在2010年前后，可能是由于申报过程中补充资料的要求延长了审评时间；但由于药品研发规范化、审评资料标准化以及审评中心效率的快速提升，NDA时间在2年以下的中药新药大都为近几年递交上市申请的品种，中药审评已有所加速。

图：2010~2021年NDA受理中药新药数量（个）



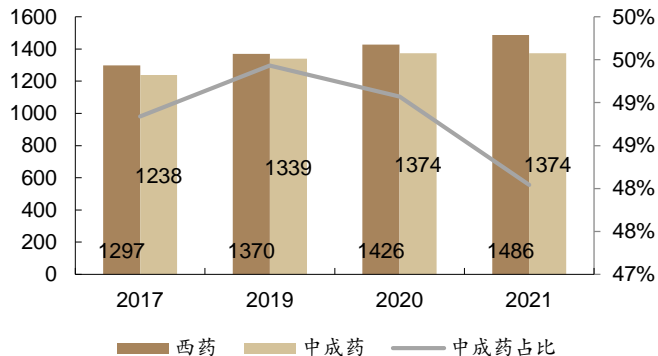
图：2015年以来上市中药新药NDA时间跨度



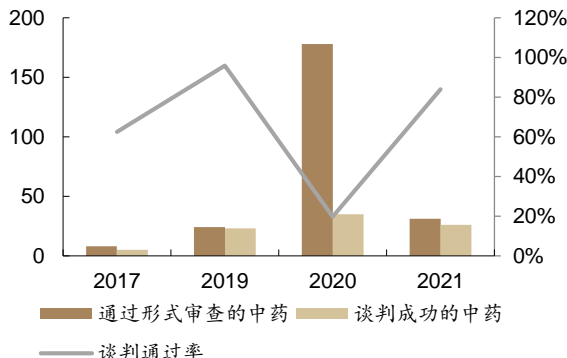
1.3.1 国家层面：医保支付端格局良好，价格承压较小

- **国家层面政策奠定医保支付基础。** 2021年12月，国家医保局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，明确完善适合中医药特点的支付政策，中药饮片顺加不超25%和中药自制剂自主定价。
- **医保目录内中成药收录扩容，中药饮片数量整体稳定。** 2017版、2019版、2020版医保目录纳入的中成药数量持续上升，占比在50%左右。2021年国家医保目录共收入1374个中成药品种和892个中药饮片。
- **近年医保谈判中成药通过率较高，价格降幅温和，整体格局良好。** 2017~2021年期间4次医保谈判中，中药通过率整体较高。2020年由于通过形式审查的中药数量较多，通过率相对较低，2017、2019、2021年谈判通过率分别为62.5%、95.8%、83.9%。同时，2019、2020、2021年谈判降幅均低于西药平均降幅，价格承压相对较小。

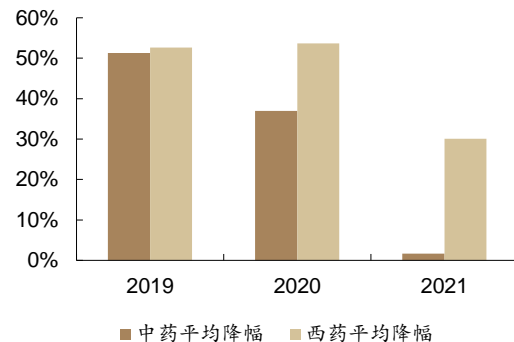
图：历年医保目录内西药、中成药纳入数量（个）



图：历年医药谈判中药通过率



图：历年医保谈判纳入中药、西药平均降幅情况



资料来源：NMPA，医保局，医保目录，健识局，健康界，中国政府网，德邦研究所
备注：通过率计算标准为，通过率=谈判成功的中药数量/当年通过形式审查的数量*100%

1.3.2 地方层面：中药饮片、颗粒陆续纳入地方医保

- 中药配方颗粒试点工作结束后，多省市陆续挂网，全面推开医保覆盖；同时，中药饮片纳入各省市医保支付的进程也逐步加速。

表：近年将中药配方颗粒、饮片纳入医保的省份整理

省份	日期	文件名	内容
云南省	2018	《关于推进中药饮片产业发展的若干意见》	积极支持国家药典及我省省级标准收载的中药饮片、中药配方颗粒纳入国家和省级医保药品目录
浙江省	2018	《关于开展基层中医门诊常见病按病种支付方式改革的通知》	将定点医疗机构开具的建议处方范围内中药配方颗粒纳入医保支付范围。
河北省	2019	《关于将部分中药配方颗粒纳入河北省基本医疗保险支付范围的通知》	将神威药业、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家企业生产的573种中药配方颗粒纳入医保支付范围
山东省	2020	《关于加强医疗保障支持中医药发展的若干措施》	将我省确定的中药配方颗粒试点企业生产的中药配方颗粒按相关要求纳入医保基金支付范围
广东省	2021	《广东省中医药条例》	第47条明确将符合条件的中医诊疗项目、中药饮片、中成药和医疗机构中药制剂纳入基本医疗保险基金支付范围
山东省	2021	《关于印发山东省中药配方颗粒管理细则的通知》	将配方颗粒执行标准由原来的企业标准上升到国家和省标准，积极引导中药产业高质量发展。目前，国家配方颗粒标准达到200个，山东省标准达到282个。
北京市	2021	《北京市中药配方颗粒管理实施细则(试行)》	北京市医疗保障局可综合考虑临床需要、基金支付能力和价格等因素，经专家评审后将与可报销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。
福建省	2022	《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》	符合条件的中药配方颗粒，经专家评审后，按照销售价格的70%纳入福建省基本医保基金支付范围，参照执行对应中药饮片的限定支付范围规定。除此以外，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。
安徽省	2022	《关于将部分中药配方颗粒纳入我省基本医疗保险、工伤保险和生育保险基金支付范围的通知》	将巴戟天等343个中药配方颗粒（其中符合国标196个，省标147个）纳入医疗保险支付范围。
	2022	《关于印发〈安徽省医疗机构制剂和新增中药饮片纳入基金支付范围品种名单（试行）〉的通知（征求意见稿）》	拟将133个医疗机构制剂（其中中药制剂108个，化学制剂25个）、81个新增中药饮片纳入我省基本医疗保险、工伤保险和生育保险基金支付范围。现向社会公开征求意见。
湖南省	2022	《关于做好2022年湖南省新增纳入〈基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录〉中药饮片执行工作的通知》	新增中药饮片共551种纳入医保基金支付

1.3.3 基药目录调整在即

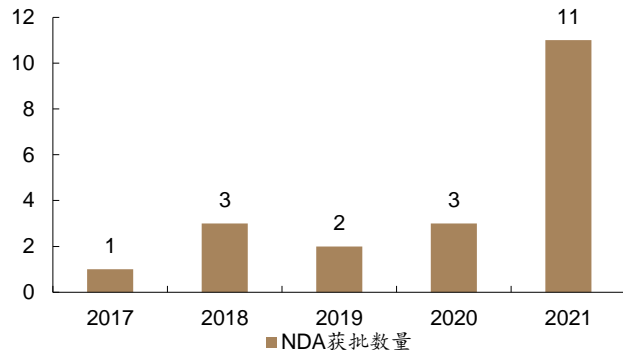
➤ **国家基药目录调整在即，近年新上市中药有望纳入基药目录加速放量。**上一次国家基药目录调整时间距离较早（2018年），受疫情影响近年调整进度有所延缓，我们认为国家基药目录有望在2023年迎来下一次调整。而2018-2021年，共有27款中药获批上市，8款已纳入医保并实现快速放量。根据米内网中国公立医疗机构终端的数据，2021年上半年抗糖尿病药物桑枝总生物碱片销售额增加9650%，以岭药业的新药连花清咳片2021年上半年销售额为211万元。我们认为，近年中药新药上市加速，新上市产品有望纳入基药目录，进一步加速产品放量，促进中成药市场扩容。

图：历年基药目录中成药占比统计

目录版本	发布年份	目录组成		目录总数	是否纳入中药饮片	中成药数量占比
		化药及生物制品 (个)	中成药 (个)			
第一版	1981	278	-	278	否	-
第二版	1996	699	1699	2398	是	-
2009版	2009	205	102	307	是	33.2%
2012版	2012	317	203	520	是	39.0%
2018版现行	2018	417	268	685	是	39.1%

资料来源：国家基本药物目录，CDE，米内网，德邦研究所

图：2017~2021年NDA获批中药新药数量（个）



1.4 中成药集采：常态化，独家品种降幅温和

➤ **中成药集采同样常态化，降幅较化药温和，独家品种降幅温和。**中成药大范围集采开始于2021年9月湖北联盟第一批19省中成药省际联盟采购，到2022年基本已进入常态化。而湖北联盟集采第一批平均降幅为42.3%，低于第四、五批化学药品集采平均降幅超过50%、第三批集采平均降幅超过70%。我们认为，当前中药医保支付端格局良好，集采降幅较为温和。此外，独家品种降幅更低，如据风云药谈测算，2022年4月广东集采中，非独家B组、非独家A组、独家(>15元)、独家(5~15元)和独家(≤5元)组，平均降幅分别为84.2%、55.3%、24.5%、19.3%、18%。北京2022年11月中成药集采中，独家产品连花清瘟颗粒、复方丹参滴丸降幅分别为1%、15%。

表：中成药集采情况梳理

集采	时间	参与省份	品种数量	中标结果
湖北联盟	2021年	湖北牵头19省参与	76个	平均降幅42.27%，最大降幅82.6%
广东联盟	2022年4月	广东牵头，山西、河南、江西、内蒙古、新疆、新疆生产建设兵团等6个省份参与	132个	中选品种平均降幅32.5%，最高降幅90.9%
北京市集采	2022年10月	北京市	84个	如连花清瘟颗粒的两个规格的中标价格为23.3元和34.95元/盒，与地方集采中标价基本保持稳定；复方丹参滴丸拟中选的价格为22.18元/27mg丸，降幅约15%
山东省集采	2022年11月	山东省	67种	平均降幅44.31%
全国集采	2022年9月（集采公告）	湖北牵头，共29个省市参与	42个	报量中

资料来源：各地医保局，医药云端工作室，赛柏蓝，第一财经，大武汉，财说等，德邦证券研究所

1.5 医院端：医疗机构及人才发展规划愈加明晰

- **“十四五”中医药发展规划中提出一系列清晰远景目标，为中医药医疗体系的建设搭建了明确方向。**2022年3月，国务院发布的《“十四五”中医药发展规划》中明确提出到2025年，中医医疗机构数量达到9.5万个、每千人口中医类别执业医师数达到0.62人，切实从医疗基础设施层面提出了中医药发展的具体目标。
- **西医与中医相辅相成、互相促进，坚持中医与西医相互取长补短、发挥各自优势，是我国发展中医药的基本原则和主要措施之一。**国务院办公厅2021年印发的《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》提出，完善西医学习中医制度，综合医院、专科医院等机构应支持西医医师接受中医药专业知识培训，允许符合标准的西医医师在执业活动中采用与其专业相关的中医药技术方法，力争用5至10年时间培养一批高层次中西医结合人才。

表：“十四五”中医药发展规划目标

主要指标	2020年	2025年	CAGR	指标性质
中医医疗机构数（万个）	7.23	9.5	6%	预期性
中医医院数（个）	5482	6300	3%	预期性
每千人口公立中医医院床位（张）	0.68	0.85	5%	预期性
每千人口中医类别执业（助理）医师数（人）	0.48	0.62	5%	预期性
每千人口中医类别全科医生数（人）	0.66	0.79	4%	预期性
二级以上公立中医医院中医类别执业（助理）医师比例%	51.58	60	3%	预期性
二级以上中医医院设置康复（医学）科的比%	59.43	70	3%	预期性
三级公立中医医院和中西医结合医院设置发热门诊的比例%		100		约束性
二级以上公立中医医院设置老年病科的比例%	36.57	60	10%	预期性
县办中医医疗机构（医院、门诊部、诊所）覆盖率%	85.86	100	3%	预期性
公立综合医院中医床位数（万张）	6.75	8.43	5%	预期性
二级以上公立综合医院设置中医临床科室的比例%	86.75	90	1%	预期性
二级妇幼保健院设置中医临床科室的比例%	43.56	70	10%	预期性
社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆的比例%	81.29	力争2022年达到100%		预期性
公民中医药健康文化素养水平%	20.69	25	4%	预期性

1.6 地方层面积极落实国家战略

- **地方层面积极响应国家号召，利好政策出台加速。** 根据我们的不完全统计，自2022年3月以来，有不少于7个省级层面的中医药支持政策出台，各省市基于不同的中医药行业发展阶段与产业优势，分别从医保支付、中医药诊疗体系建设、产业发展规划等维度发布政策支持中医药发展，推动国家层面的政策落实到地方执行层面。

表：地方政策支持中医药发展

文件名称	颁布主体	时间	相关内容
《关于进一步加强医疗保障支持中医药传承创新发展的若干政策措施》	湖南省医疗保障局等	2022.10.14	进一步支持中医医药机构纳入医保定点、全面支持中医药服务临床应用、持续提升中药医保支付水平、 优先支持中医特色优势医疗服务项目纳入医保支付 、积极开展支持中医药发展的医保支付改革
《河南省“十四五”中医药发展规划》	河南省人民政府办公厅	2022.09.25	到2025年，中医药发展政策体系进一步完善，中医药健康服务水平不断提升，中医药产业化、现代化水平显著提高，中医药高质量发展新格局基本形成，中医药强省建设取得积极成效。
《四川省建设国家中医药综合改革示范区实施方案》	四川省人民政府	2022.08.26	建成一批省级区域中医医疗中心、县级区域中医医疗次中心，开办传统中医惠民诊所7500家。 到2025年，全省中医药年诊疗量要达2.1亿人次。
《吉林省中医药发展“十四五”规划》	吉林省省人民政府办公厅	2022.07.06	到2025年， 全省中医药现代化治理体系初步建立 ，治理能力不断提升；中医药传承与创新能力不断增强，科学研究水平不断提高；中医药服务体系不断完善，服务质量得到提升。
《广东省建设国家中医药综合改革示范区实施方案》	广东省人民政府办公厅	2022.06.14	到2025年，“五大高地”全面建成，中医药重点领域和关键环节改革取得标志性成果，打造成为全国中医药综合改革的示范样板， 引领粤港澳大湾区乃至全国中医药高质量发展。
《湖南省建设国家中医药综合改革示范区实施方案》	湖南省人民政府办公厅	2022.04.22	到2025年，中医药管理体系、政策法规体系、标准体系和评价体系建立健全，综合改革取得一批可复制可推广的经验，中医药大健康产业发展和中医药海外传播机制取得创新型成果，成为中医药体制机制改革创新示范。
《安徽省促进中医药振兴发展行动计划（2022—2024年）》	安徽省人民政府办公厅	2022.04.14	力争通过3年左右的努力，全省基本建成网络健全、功能完善、特色明显、治理高效、覆盖全民全生命周期的中医药服务体系，培育一批在全国具有重要影响力的中医名院、名医、名科， 中药名企、名药 ，打造30个以上产值过亿元的中药大品种、10家以上规模过10亿元的企业， 全省中药产业和中医药健康服务全产业链总产值达到4000亿元 ，产业规模和竞争力进入全国第一方阵。
《关于浙江省中药产业高质量发展的实施意见》	浙江省省经信厅等	2021.12.31	持传承精华、守正创新，协同发力、融合发展，一体推进中药“名品+名企+名产业+名产地”发展，加快中药领域数字化改革，促进26县跨越式高质量发展，为加快建设中医药强省，推进高质量发展建设共同富裕示范区奠定坚实的产业基础。到2025年全省中药材种植总面积达100万亩， 中药生产企业主营业务收入突破400亿元。

02

中药公司成长性靠什么驱动？

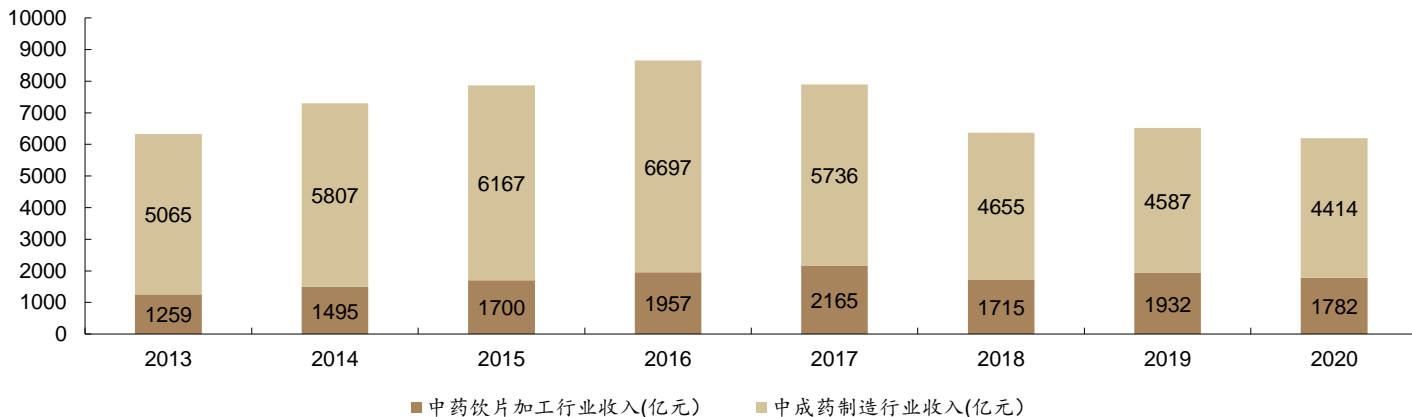
- 2.1 中药创新药：传承创新，蓄势待发
- 2.2 中药注射剂：困境反转
- 2.3 中药效果认可：加大临床研究，上市后再评价
- 2.4 中药OTC市场将迎来扩容机会
- 2.5 中药板块各公司业绩情况
- 2.6 中药板块各公司股权激励计划，彰显业绩增长信心

中药行业：持续规范化，出清分化形成，有望重新起航

中药制造业收入规模超6000亿，正本清源时期整体收入承压显著。

- **2013~2016年国内中药行业收入呈增长趋势**：市场规模从6324亿元增长至8653亿元；随着中药行业监管严格，不合规中药企业被取消执照，不合格品种被吊销资格证，中药行业整体收入开始萎缩，2018年降至6370亿元；
- **2018年以后中药政策改革成果初显，下降趋势有所缓解并开始恢复**：2019年收入小幅增长恢复至6519亿规模；
- **2020年受疫情影响，整体规模微降至6196亿元**。随着中药行业规范化持续推进，出清分化形成，我们认为中药行业有望重新起航。

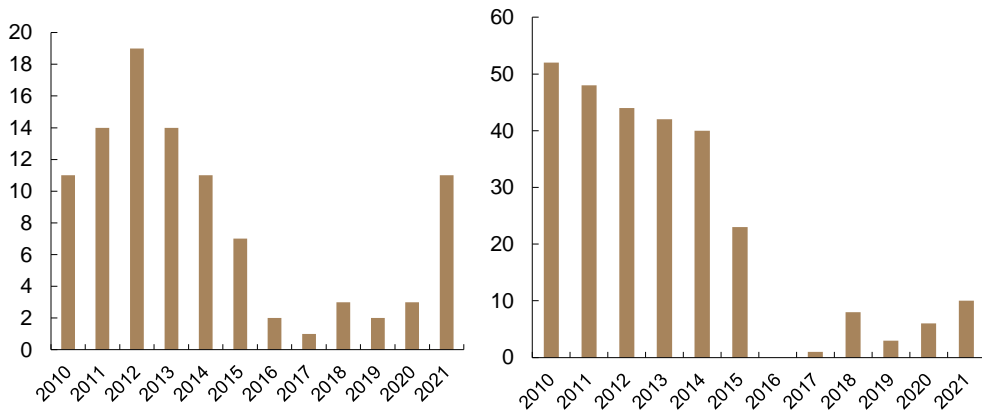
图：2013-2020年国内中药饮片、中成药收入情况（亿元）



2.1 中药创新药：传承创新，蓄势待发

中药创新药：1) 支付端：近年医保谈判中药通过率整体较高，谈判纳入数量逐年增加，价格调整幅度温和；2) 审评端：新版中药注册分类及申报资料要求20年出台；3) 需求端：中医诊疗机构异地定点报销辐射能力扩大，医保支付带动患者支付意愿；4) 供给端：基药目录+品种独家形成强护城河，国内创新中药申报占比较高，行业发展促进中药创新药研发热情。

图：2010~2021年NDA中药新药获批数量（个） 图：2010~2021年国内中药新药受理数量（个）



资料来源：医药魔方、NMPA、德邦证券研究所

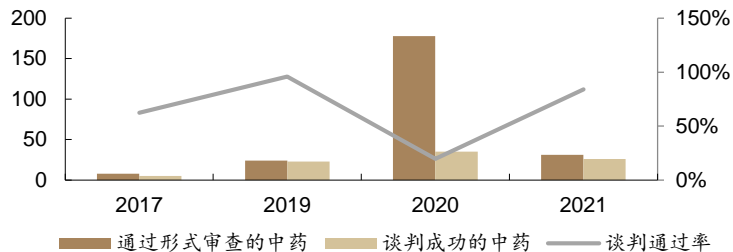
表：2017~2021年上市中药新药情况

药物	公司	适应症分类	上市时间	纳入医保时间（执行）
化湿败毒颗粒	一方制药	呼吸系统	2021年	2021年，乙类
宣肺败毒颗粒	步长制药	呼吸系统	2021年	2021年，乙类
清肺排毒颗粒	中国中医科学院中医临床基础医学研究所	呼吸系统	2021年	/
玄七健骨片	方盛制药	骨科	2021年	/
益气通窍丸	天津东方华康医药	五官科	2021年	/
益肾养心安神片	以岭药业	神经系统	2021年	/
芪蛭益肾胶囊	山东凤凰制药	肾病	2021年	/
虎贞清风胶囊	一力制药	痛风	2021年	/
解郁除烦胶囊	以岭药业	神经系统	2021年	/
银翘清热片	康缘药业	感冒	2021年	/
坤心宁颗粒	天士力	内分泌	2021年	/
连花清咳片	以岭药业	呼吸系统	2020年	2020年，乙类
筋骨止痛凝胶	康缘药业	骨科	2020年	2020年，乙类
桑枝总生物碱片	五和博澳药业	糖尿病	2020年	2020年，乙类
小儿荆杏止咳颗粒	方盛制药	呼吸系统	2019年	2020年，乙类
芍麻止痉颗粒	天士力	神经系统	2019年	2020年，乙类
金蓉颗粒	广州奇绩医药	妇科	2018年	/
葛兰香口服液	哈尔滨医大药业	感冒	2018年	/
关黄母颗粒	通化万通药业	内分泌	2018年	2021年，乙类
丹龙口服液	浙江康德药业	呼吸系统	2017年	/

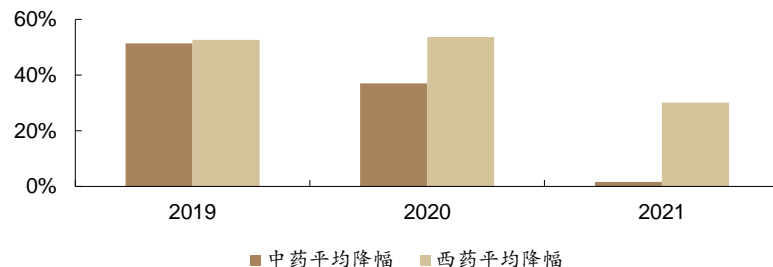
2.1.1 医保谈判：以价换量贡献业绩弹性

□ **医保谈判**：中药机制复杂，许多品种为独家品种，且专利期较长，在研发上具有较高壁垒；此外，中药产品的生产受到上游原材料种植、加工不确定性影响，因此在价格方面具有一定议价优势。

图：历年医药谈判中药通过率通过情况



图：历年医药谈判中、西药平均降幅情况（仅统计公开品种）



表：2022年医保谈判重点新增中成药列表

公司	药物	医保谈判情况	适应症
方盛制药	玄七健骨片	独家，新增	轻中度膝骨关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证的治疗
健民集团	七蕊胃舒胶囊	独家，新增	轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛的治疗
康缘药业	银翘清热片	独家，新增	外感风热型普通感冒
太极集团	益心酮滴丸	非独家，新增	用于气结血瘀,胸闷憋气,心悸健忘,眩晕耳鸣;冠心病,心绞痛,高脂血症,脑动脉供血不足属上述证候者
以岭制药	解郁除烦胶囊	独家，新增	轻中度抑郁症中医辨证属气郁痰阻、郁火内扰证的治疗
以岭制药	益肾养心安神片	独家，新增	用于失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证的治疗

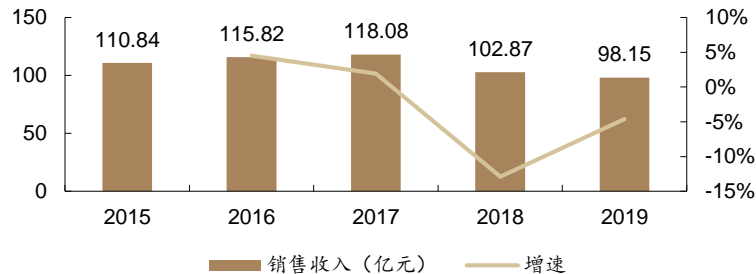
2.2 中药注射剂：困境反转

□ 2017年的医保目录中对中药注射剂的使用进行了限制，要求二级以上医院才可以使用，同时规定只能用在重症或特定病种上，随后公立医院注射剂销售出现下滑，康缘药业热毒宁注射剂销量2020年触底，2021年实现3.8%的增长。

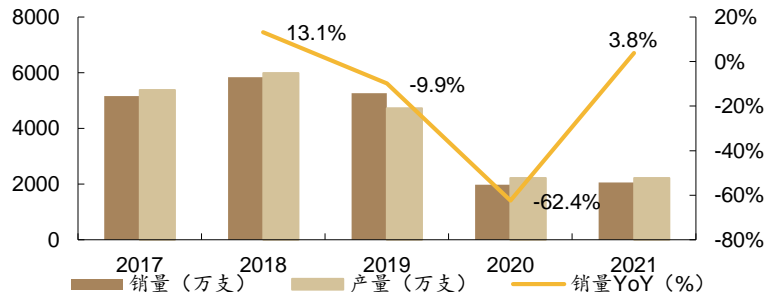
表：中药注射液行业政策变迁

时间	事件
1963年	中国药典首次收录中药注射剂
1977年	药典中收录24种中药注射剂，达到高峰，并且首次收录中药复方注射液
1993年	卫生部发布《中药注射剂研制指导原则（试行）》，指导处方、指标工艺、药理毒理等
2000年	CFDA发布《关于加强中药注册管理有关事宜的通知》《中药注射剂指纹图谱研究的技术要求（暂行）》，提出指纹图谱监测标准
2009年	CFDA发布《关于开展中药注射剂安全性再评价工作的通知》，提出通过开展生产工艺和处方核查、全面排查分析评价、药品再评价和再注册等
2010年	《关于印发中药注射剂安全性再评价生产工艺评价等7个技术指导原则的通知》发布，指导中药注射剂安全性再评价工作的开展。
2011-2015年	中药注射剂的不良反应事件开始受到药监局关注；同时也推进完成了一批中药注射剂再评价工作。
2015年	药典仅收录5个中药注射剂，对中药注射剂安全性的控制收紧。
2017年	2017年版的国家医保目录中，中药注射剂的使用则受到了限制。例如双黄连注射液、清开灵注射液、热毒宁注射液、鱼腥草注射液、痰热清注射液等都限二级及以上医疗机构使用。 多省将部分中药注射液产品纳入重点监控药品目录 《关于鼓励药品医疗器械创新加快新药医疗器械上市审评审批的相关政策（征求意见稿）》提出限制制剂能够满足临床需求的，不批准注射剂上市。 《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》要求“根据药品科学进步情况，对已上市药品注射剂进行再评价，力争用5-10年左右时间基本完成”。
2018年	国家卫生健康委员会将辅助用药收入占比列为三级公立医院的考核内容，部分中药注射剂被纳入医保重点监控目录。
2019年	3位全国人大代表提交《关于加快推进中药注射剂安全性有效性再评价的建议》，建议将中药注射剂再评价工作分步实施，先加快完成中药注射剂安全性再评价工作，然后再解决有效性问题。
2020年	《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案（试行）》第六版中喜炎平、血必净、热毒宁、痰热清、醒脑静等多个中药注射剂为推荐中成药
2021年	《2021年药品目录》附件“中成药成分”规定了批注射剂的使用限制及其使用条件，如清开灵注射液，除了要求“限二级及以上医疗机构使用”外，还需要满足“并有急性中风偏瘫患者和上呼吸道感染、肺炎导致的高热患者”。
2022年	部分中药注射液上市后再评价完成。

图：2015-2019年重点城市公立医院终端中药注射剂销售趋势



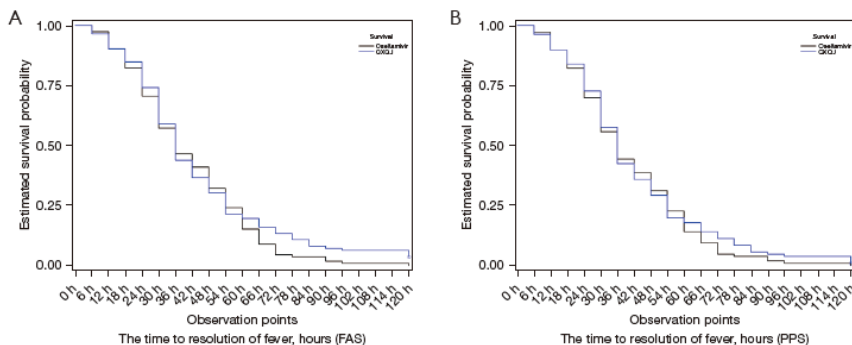
图：康缘药业热毒宁注射液产销量情况



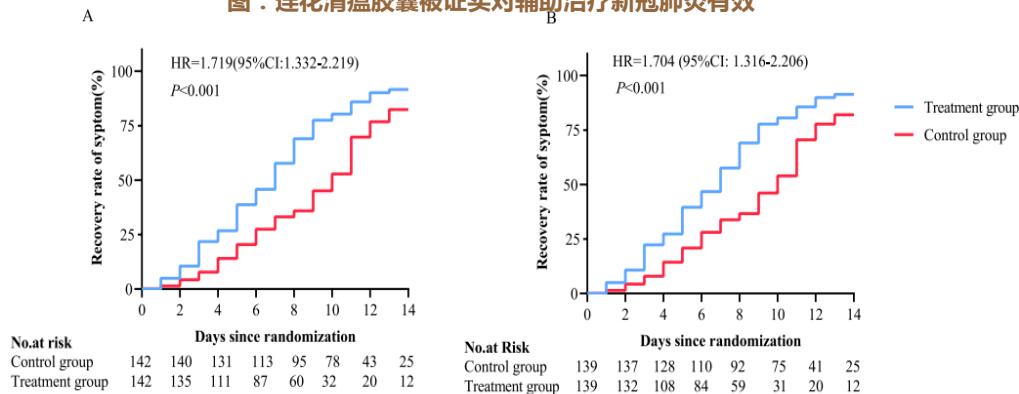
2.3 中药效果认可：加大临床研究，上市后再评价

- 一品红：苓香清解口服液与奥司他韦开展头对头临床试验**，临床结果证明单独使用苓香清解口服液治疗儿童流感可缩短患儿临床痊愈时间及完全退热时间，疗效与奥司他韦作用相当，且咽痛、便秘等症状改善更优，安全性高，依从性好。
- 以岭药业：莲花清瘟治疗新冠临床试验**，显示其对改善症状有一定效果：发烧改善时间2天 vs 3天 ($P=0.017$)；疲劳改善时间3天 vs 6天 ($P<0.001$)；咳嗽改善时间7天 vs 10天 ($P<0.001$)；临床康复比例78.9% vs 66.2% ($P<0.05$)；CT改善比例83.8% vs 64.1% ($P<0.001$)
- 中药抗疫获国际认可**：2022年4月，世界卫生组织发布《世界卫生组织中医药救治新冠肺炎专家评估会报告》，明确肯定了中医药救治新冠肺炎的安全性、有效性，鼓励世界卫生组织成员国考虑中国中西医结合模式。

图：苓香清解口服液vs奥司他韦



图：莲花清瘟胶囊被证实对辅助治疗新冠肺炎有效



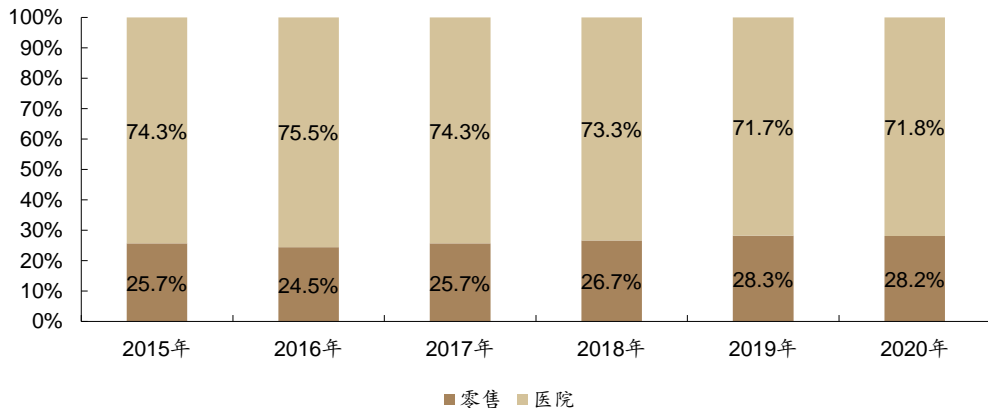
资料来源：K. Hu et al. 《Efficacy and safety of Lianhuatingwen capsules, a repurposed Chinese herb, in patients with coronavirus disease 2019 : A multicenter,prospective, randomized controlled trial》, Hu et al. 《Efficacy and safety of Qinxiang Qingjie oral solution for the treatment of influenza in children: a randomized, double-blind, multicenter clinical trial》, 德邦证券研究所

2.4 中药OTC市场有望迎来扩容机会

中药OTC受益于政策利好叠加集采免疫，在国民消费升级和中药厂家转向开拓OTC渠道的背景下，将迎来扩容机会。

- 从中药销售渠道分布情况来看：中药在医院端销售比例呈现下降趋势，从2015年的74.3%下降至2020年的71.8%，下降了2.5 pct，零售端所占比重逐年提升。
- 从药店中，化药和中药占比情况来看：2021年，在实体药店端，中成药占比41.8%、在网上药店端，中成药占比29.8%。

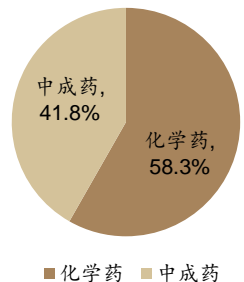
图：中药销售渠道分布情况（%）



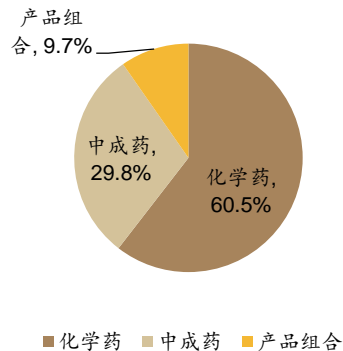
资料来源：前瞻产业研究院、米内网、德邦证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

图：2021年中国城市实体药店中西药份额



图：2021年中国网上药店中西药份额



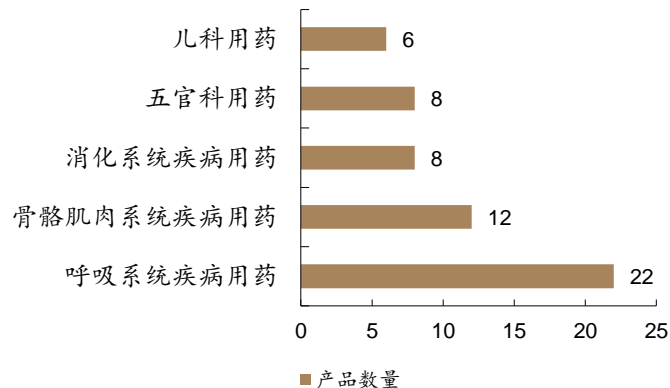
2.4 中药OTC市场将迎来扩容机会

口中成药在零售端中不乏大单品：2021年中国实体药店终端中成药产品销售额TOP5分别为阿胶（51.4亿）、安宫牛黄丸（36.8亿）、感冒灵颗粒（21.2亿）、藿香正气口服液（15.8亿）、健胃消食片（14.7亿）；

表：2021年中国城市实体药店终端中成药产品TOP20

排名	产品名称	销售额（亿元）	同比增长	治疗领域
1	阿胶	51.4	2.5%	补血用药
2	安宫牛黄丸	36.8	30.1%	脑血管疾病用药
3	感冒灵颗粒	21.2	-0.4%	感冒用药
4	藿香正气口服液	15.8	23.1%	祛暑剂
5	健胃消食片	14.7	-0.9%	健胃消食类
6	京都念慈庵蜜炼川贝枇杷膏	12.5	9.6%	止咳祛痰平喘用药
7	舒筋健腰丸	12.0	13.5%	风湿性疾病用药
8	连花清瘟胶囊	10.2	-33.5%	感冒用药
9	肠炎宁片	10.0	18.3%	肠道用药
10	片仔癀	9.9	6.1%	肝病用药
11	板蓝根颗粒	9.5	-31.4%	清热解毒用药
12	六味地黄丸	8.7	-6.8%	壮腰健肾药
13	蓝芩口服液	8.6	-15.2%	咽喉用药
14	蒲地蓝消炎片	7.5	9.8%	清热解毒用药
15	益安宁丸	7.4	10.7%	补气用药
16	铁皮枫斗颗粒	7.2	25.1%	止咳祛痰平喘用药
17	小柴胡颗粒	6.8	2.2%	感冒用药
18	消痛贴膏	6.6	5.2%	消肿止痛用药
19	复方丹参滴丸	6.6	3.4%	心血管疾病用药
20	双黄连口服液	6.5	-43.3%	感冒用药

图：2021年销售过亿的中药OTC产品TOP5大类



资料来源：米内网、医药网、前瞻产业研究院、健康界、德邦证券研究所

2.5 中药板块各公司收入情况

表：中药板块各公司收入及增速情况（仅统计21年收入过10亿公司）（亿元）

公司	2021收入	2021增速	2022 Q1-3增速	公司	2021收入	2021增速	2022 Q1-3增速	公司	2021收入	2021增速	2022 Q1-3增速
白云山	690.14	11.9%	2.4%	珍宝岛	41.30	21.1%	22.8%	西藏药业	21.39	55.7%	25.4%
云南白药	363.74	11.1%	-5.1%	东阿阿胶	38.49	12.9%	7.8%	万邦德	19.31	-85.9%	-8.7%
步长制药	157.63	-1.5%	-0.6%	九芝堂	37.84	6.3%	-17.7%	奇正藏药	17.70	19.9%	19.1%
华润三九	153.20	12.3%	9.1%	千金药业	36.64	1.0%	8.5%	桂林三金	17.41	11.2%	14.6%
同仁堂	146.03	13.9%	2.0%	康缘药业	36.49	20.3%	21.0%	太龙药业	16.05	13.2%	16.0%
太极集团	121.49	8.4%	10.2%	马应龙	33.85	21.3%	10.1%	方盛制药	15.67	22.5%	22.0%
以岭药业	101.17	15.2%	-2.0%	益佰制药	33.47	-1.9%	-19.4%	佐力药业	14.57	33.6%	24.7%
昆药集团	82.54	7.0%	2.7%	健民集团	32.78	33.5%	7.3%	精华制药	13.58	6.0%	21.3%
片仔癀	80.22	23.2%	8.2%	中恒集团	31.62	-14.0%	-29.2%	葫芦娃	13.54	16.5%	16.0%
天士力	79.52	-41.4%	5.7%	贵州百灵	31.12	0.8%	6.1%	上海凯宝	11.01	21.2%	0.6%
红日药业	76.71	18.2%	-10.7%	香雪制药	29.71	-3.3%	-21.9%				
济川药业	76.31	23.8%	9.0%	江中药业	28.74	17.7%	48.3%				
达仁堂	69.08	4.6%	3.9%	亚宝药业	27.64	6.2%	-10.6%				
信邦制药	64.72	10.7%	-0.8%	羚锐制药	26.94	15.5%	10.9%				
康恩贝	61.51	4.1%	-2.9%	众生药业	24.29	28.1%	9.2%				
仁和药业	49.36	20.2%	5.1%	康跃科技	23.62	94.5%	-21.8%				
葵花药业	44.61	28.9%	7.1%	吉林敖东	23.04	2.3%	19.7%				
ST康美	41.53	-23.3%	-11.8%	ST太安	22.64	-36.8%	-51.7%				

2022Q1-3：收入增长>15%

2022Q1-3：收入增长>5%

2022Q1-3：收入增长>10%

资料来源：wind、德邦证券研究所

2.5 中药板块各公司归母净利润情况

表：中药板块各公司归母净利润及增速情况（仅统计21年利润过亿公司）（亿元）

公司	2021	2021增速	2022Q1-3 增速	公司	2021	2021增速	2022Q1-3 增速	公司	2021	2021增速	2022Q1-3 增速
ST康美	79.18	-125.5%	-13.5%	仁和药业	6.65	16.9%	-13.0%	西藏药业	2.09	-50.0%	5.8%
白云山	37.20	27.6%	4.9%	昆药集团	5.08	11.1%	-14.1%	寿仙谷	2.01	32.4%	49.5%
云南白药	28.04	-49.2%	-5.9%	江中药业	5.06	6.7%	11.8%	亚宝药业	1.87	74.2%	-26.5%
片仔癀	24.31	45.5%	2.0%	马应龙	4.65	10.9%	13.1%	佐力药业	1.79	102.0%	55.1%
天士力	23.59	109.5%	-122.6%	东阿阿胶	4.40	917.4%	70.2%	万邦德	1.67	-41.6%	-2.6%
华润三九	20.47	28.1%	12.1%	羚锐制药	3.62	11.1%	24.1%	沃华医药	1.63	-8.7%	-42.2%
康恩贝	20.09	343.2%	6.8%	桂林三金	3.44	24.1%	10.7%	精华制药	1.61	44.8%	31.5%
吉林敖东	17.81	4.2%	-48.0%	珍宝岛	3.32	-23.9%	-36.7%	贵州三力	1.52	62.1%	-7.4%
济川药业	17.19	34.6%	25.2%	健民集团	3.25	119.7%	26.8%	上海凯宝	1.40	32.0%	2.7%
以岭药业	13.44	10.3%	15.6%	康缘药业	3.21	21.9%	35.8%	汉森制药	1.35	28.6%	14.6%
步长制药	12.89	-30.7%	-0.6%	中恒集团	3.07	-45.5%	-72.0%	特一药业	1.27	189.7%	-5.0%
同仁堂	12.27	19.0%	9.0%	千金药业	3.02	1.7%	-1.1%	贵州百灵	1.24	-18.5%	-17.0%
达仁堂	7.69	16.2%	10.2%	众生药业	2.78	-165.1%	-20.7%	新光药业	1.14	15.5%	1.6%
奇正藏药	7.16	76.5%	-44.5%	信邦制药	2.73	57.3%	14.7%	恩威医药	1.02	3.0%	-24.5%
葵花药业	7.05	20.6%	27.0%	九芝堂	2.71	-0.6%	44.8%	新天药业	1.01	35.8%	17.9%
红日药业	6.87	19.9%	-26.1%	益佰制药	2.44	6.6%	-34.0%				

2022Q1-3：利润增长>15%

2022Q1-3：利润增长>5%

2022Q1-3：利润增长>10%

资料来源：wind、德邦证券研究所

2.6 中药板块各公司股权激励计划，彰显业绩增长信心

表：中药板块各公司股权激励计划

上市公司	发布时间	指标	业绩考核目标			业绩考核基数
			2022	2023	2024	
健民集团	2022/6	归母净利润	≥10%	≥21%	-	以2021年为基数
康缘药业	2022/6	总收入	≥22%	≥20%	≥18%	2022年以2021年为基数 2023年以2022年为基数 2024年以2023年为基数
		或净利润	≥24%	≥22%	≥20%	
		非注射剂产品收入	≥22%	≥23%	≥22%	
众生药业	2022/2	总收入	≥10%	≥21%	≥33%	以2021年为基数
		或净利润	≥12%	≥25%	≥40%	以2021年为基数
华润三九	2022/2	扣非归母净资产收益率	≥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	以2020年为基准
		扣非归母净利润复合增长率	≥10%，且不低于对标企业75分位水平	≥10%，且不低于对标企业75分位水平	≥10%，且不低于对标企业75分位水平	
		总资产周转率	≥0.69	≥0.7	≥0.72	
启迪药业	2022/3	净利润	≥15%	≥30%	≥45%	以2021年为基准
		总收入	≥20%	≥40%	≥60%	以2021年为基准
珍宝岛	2022/2	研发支出占营业收入的比例	≥5%	≥5%	≥5%	以2021年度经审计财务数据为基准
		口服制剂收入复合增长率	≥40%	≥40%	≥40%	
		应收账款周转率的增长率	≥3%	≥4%	≥5%	

资料来源：各公司公告，德邦证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

03

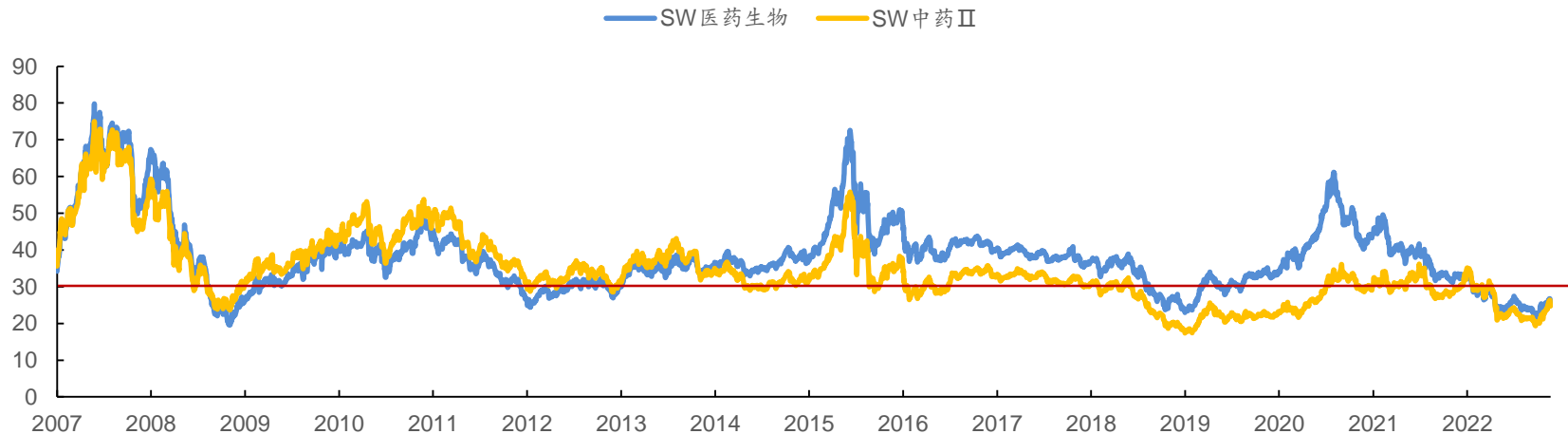
中药板块估值怎么看？

- 3.1 中药板块十五年估值回顾：当前仍处低位
- 3.2 中药抗疫：中药为抗疫主力之一，需求弹性大
- 3.3 品牌中药：量价齐升，业绩兑现进行中
- 3.4 中药创新药：传承创新，蓄势待发
- 3.5 配方颗粒：试点放开，渠道拓宽，量价齐升

3.1 中药板块十五年估值回顾：当前仍处低位

中药持续处于估值低位，当前估值25.8倍。中药板块估值自2018年以来持续处于低位，然而当2021年医药进入熊市时，中药板块估值韧性较强，板块进入估值修复阶段，低估值、高成长为中药板块提供强驱动力。截至2022年11月30日，中药板块整体估值达25.8倍，同期医药板块整体估值25.7倍，医药板块整体估值同样进入修复期，中药板块享政策利好，看好中药中有业绩持续性或长期逻辑殷实的标的。

图：中药板块十五年估值走势（市盈率TTM，整体法）



3.1 中药板块十五年估值回顾：当前仍处低位

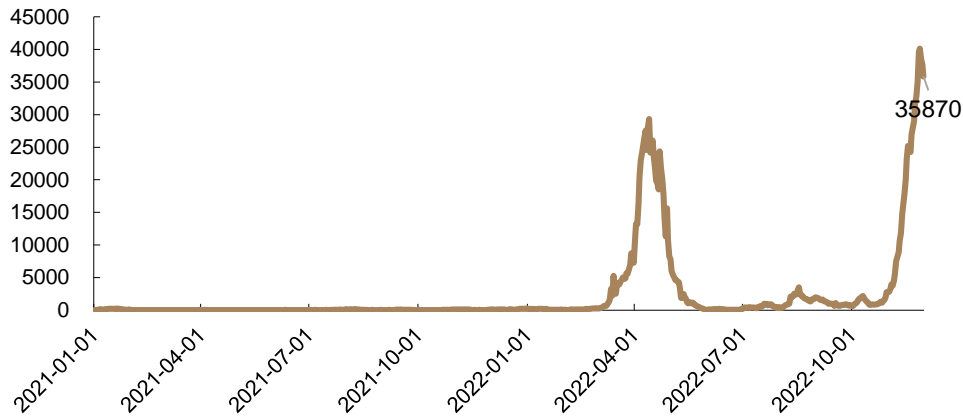
表：部分重要公司估值与未来估值情况

公司	当前PE (TTM) (2022/11/30)	PE (wind一致预期)			公司	当前PE (TTM) (2022/11/30)	PE (TTM) (wind一致预期)		
		2022E	2023E	2024E			2022E	2023E	2024E
众生药业	144.27	69.67	60.31	52.39	达仁堂	28.42	26.61	21.29	16.92
葫芦娃	114.58	82.92	69.47	54.68	昆药集团	27.99	23.09	19.46	16.48
特一药业	67.51	38.17	30.57	25.58	华润三九	25.92	23.44	20.23	17.67
片仔癀	62.21	56.95	47.42	39.19	桂林三金	23.49	23.60	20.48	17.65
珍宝岛	56.98	36.78	26.13	21.58	健民集团	21.43	20.92	16.64	13.46
同仁堂	51.45	46.97	39.91	34.02	九芝堂	20.69	15.61	12.04	10.69
以岭药业	48.88	43.35	36.58	30.95	马应龙	20.17	17.64	14.96	12.54
贵州三力	47.36	38.32	28.91	22.00	葵花药业	20.05	18.74	16.19	13.68
万邦德	42.75	33.25	23.20	16.55	江中药业	18.11	15.28	12.72	11.25
东阿阿胶	38.86	32.02	24.55	19.56	羚锐制药	18.00	17.32	14.43	12.24
康缘药业	38.56	34.11	26.97	22.22	仁和药业	15.79	13.94	12.40	10.90
红日药业	38.31	32.12	21.79	17.38	方盛制药	15.29	13.78	24.43	16.88
云南白药	38.25	28.41	22.66	19.19	济川药业	14.79	14.23	12.58	11.18
信邦制药	35.03	33.63	26.43	21.33	白云山	12.27	12.80	11.60	-
新天药业	32.52	30.25	23.27	18.42	康恩贝	6.03	39.92	18.58	15.54
天士力	32.51	16.80	15.05	13.42	太极集团	-36.92	51.64	33.44	22.89
寿仙谷	29.49	28.21	21.96	17.03	广誉远	-55.46	332.10	84.93	52.55
佐力药业	29.43	27.41	20.36	15.19					

3.2 中药抗疫：中药为抗疫主力之一，需求弹性大

- **新冠疫情持续反复，2022年11/30日全国新增新冠肺炎病例4150例，无症状感染者31720例。**近日，国内多地出现新冠疫情的局部反复，当前疫情形势较为严峻。截至11月30日，全国现有重症新冠肺炎患者累计99人。
- **“大疫出良方”，中药是国内抗疫的主力之一，获国际认可。**本次抗疫中筛选出的“三药三方”作用突出，“三方”即清肺排毒颗粒（片仔癀）、化湿败毒颗粒（广东一方）、宣肺败毒颗粒（步长制药）这三个方剂，均出自经典名方，于2021年3月2日获紧急批准。2022年4月，世界卫生组织发布《世界卫生组织中医药救治新冠肺炎专家评估会报告》，明确肯定了中医药救治新冠肺炎的安全性、有效性，鼓励世界卫生组织成员国考虑中国中西医结合模式。

图：中国内地省市新冠肺炎确诊+无症状总数（人）



图：世界卫生组织中医药救治新冠肺炎专家评估会报告

WHO Expert Meeting on Evaluation of
Traditional Chinese Medicine
in the Treatment of COVID-19

(28 February – 2 March 2022)



3.2 中药抗疫：中药为抗疫主力之一，需求弹性大

表：新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）中医治疗

阶段	临床表现	推荐中成药	相关上市公司	
1. 医学观察期	临床表现1：乏力伴胃肠不适	藿香正气胶囊（丸、水、口服液） 金花清感颗粒	太极集团、贵州三力、康缘药业、天士力等	
	临床表现2：乏力伴发热	连花清瘟胶囊（颗粒） 疏风解毒胶囊（颗粒）	以岭药业	
2. 临床治疗期 (确诊病例)	2.1 清肺排毒汤、清肺排毒颗粒	清肺排毒颗粒、清肺排毒汤	片仔癀	
	2.2 轻型（1）寒湿郁肺证	寒湿疫方，亦适用于普通型患者（2022年10月获批为散寒化湿颗粒）	康缘药业	
	2.2 轻型（2）湿热蕴肺证	金花清感颗粒 连花清瘟胶囊（颗粒）	以岭药业	
	2.3 普通型（1）湿毒郁肺证	宣肺败毒颗粒	步长制药	
	2.3 普通型（2）寒湿阻肺证			
	2.3 普通型（3）疫毒夹燥证	金花清感颗粒 连花清瘟胶囊（颗粒）	以岭药业	
	2.4 重型（1）疫毒闭肺证	化湿败毒颗粒	广东一方（中国中药）	
	2.4 重型（2）气营两燔证	喜炎平注射液 血必净注射液 热毒宁注射液 痰热清注射液 醒脑静注射液	红日药业 康缘药业 上海凯宝 大理药业、天士力	
	2.5 危重型 内闭外脱证		安宫牛黄丸	同仁堂、华润三九、广誉远、太极集团、九芝堂、天士力、贵州三力等
			苏合香丸	同仁堂、太极集团、贵州三力、中恒集团等
		血必净注射液、热毒宁注射液、痰热清注射液、醒脑静注射液	同上	
	参附注射液 生脉注射液 参麦注射液	华润三九 华润三九、益盛药业等 华润三九、神威药业、大理药业等		

资料来源：《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》，医药魔方，公司公告

3.3 品牌中药：量价齐升，业绩兑现进行中

品牌中药：品牌消费中药长坡厚雪，受益于疫情后的**消费复苏**大趋势，叠加疫情后人们健康需求上升，抗疫中中药的表现提升了大众对中药的认可程度，尤其知名品种中药更加深入人心，品种中药的需求或将迎来爆发；此外，品牌中药OTC品种集采降价压力较小，且存在提价空间，**量价齐升**逻辑清晰；同时，传统品牌中药公司正处于**国企改革+股权激励**，充分提升公司核心销售能力与市场信息。建议关注：**太极集团**（藿香正气口服液、急支糖浆）、**华润三九**（999感冒灵、皮炎平、胃泰）、**同仁堂**（安宫牛黄丸）、**昆药集团**（三七系列、天麻系列）等

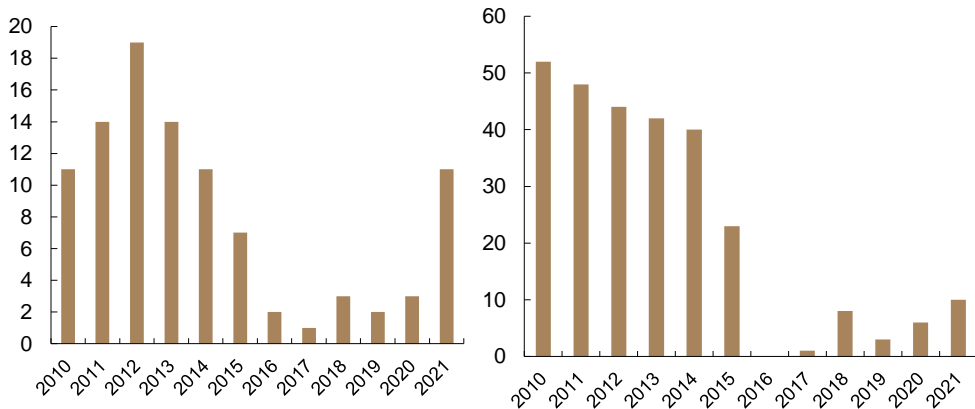
表：重点品牌中药相关公司情况一览

公司	代码	品牌中药代表品	市值 (亿元)	22Q1-3 收入(亿元)	22Q1-3 收入增速	22Q1-3 利润(亿元)	22Q1-3 利润增速	22PE	23PE	24PE
太极集团	600129.SH	藿香口服液、急支糖浆、通天口服液、鼻窦炎口服液等	193	105	10%	2.5	0.4%	50	32	21
华润三九	000999.SZ	999感冒灵、皮炎平、胃泰等	585	121	8%	19.5	11%	25	21	19
同仁堂	600085.SH	安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁乌鸡白凤丸等	674	109	2%	10	9.0%	48	40	34
片仔癀	600436.SH	片仔癀系列	1538	66	8%	20.5	2.0%	56	47	38
健民集团	600976.SH	龙牡、叶开泰等	84	28	7%	3.2	27%	21	17	14
羚锐制药	600285.SH	通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏等	79	23	11%	4.1	24%	17	14	12
九芝堂	000989.SZ	“九芝堂”系列	81	25	-18%	3.9	45%	16	12	11
东阿阿胶	000423.SZ	阿胶系列	257	31	8%	5.1	70%	32	24	19
马应龙	600993.SH	马应龙麝香痔疮膏	103	28	10%	4.2	13%	18	15	13
济川药业	600566.SH	蒲地蓝消炎口服液	302	59	9%	15.9	25%	15	13	12
昆药集团	600422.SH	青蒿系列、三七系列、天麻系列	125	62	3%	3.7	-14%	24	20	17

3.4 中药创新药：传承创新，蓄势待发

中药创新药：1) 支付端：近年医保谈判中药通过率整体较高，谈判纳入数量逐年增加，价格调整幅度温和；2) 审评端：中药单独审批机制20年出台；3) 需求端：中医诊疗机构异地定点报销辐射能力扩大，医保支付带动患者支付意愿；4) 供给端：基药目录+品种独家形成强护城河，国内创新中药申报占比较高，行业发展促进中药创新药研发热情。建议关注**以岭药业、康缘药业、新天药业、方盛制药**等；

图：2010~2021年NDA中药新药获批数量（个） 图：2010~2021年国内中药新药受理数量（个）



资料来源：NMPA，Wind，CDE官网，各公司公告，医药魔方，德邦证券研究所

表：2017~2021年上市中药新药情况

药物	公司	适应症分类	上市时间	纳入医保时间（执行）
化湿败毒颗粒	一方制药	呼吸系统	2021年	2021年，乙类
宣肺败毒颗粒	步长制药	呼吸系统	2021年	2021年，乙类
清肺排毒颗粒	中国中医科学院中医临床基础医学研究所	呼吸系统	2021年	/
玄七健骨片	方盛制药	骨科	2021年	/
益气通窍丸	天津东方华康医药	五官科	2021年	/
益肾养心安神片	以岭药业	神经系统	2021年	/
芪蛭益肾胶囊	山东凤凰制药	肾病	2021年	/
虎贞清风胶囊	一力制药	痛风	2021年	/
解郁除烦胶囊	以岭药业	神经系统	2021年	/
银翘清热片	康缘药业	感冒	2021年	/
坤心宁颗粒	天士力	内分泌	2021年	/
连花清咳片	以岭药业	呼吸系统	2020年	2020年，乙类
筋骨止痛凝胶	康缘药业	骨科	2020年	2020年，乙类
桑枝总生物碱片	五和博澳药业	糖尿病	2020年	2020年，乙类
小儿荆杏止咳颗粒	方盛制药	呼吸系统	2019年	2020年，乙类
芍麻止痉颗粒	天士力	神经系统	2019年	2020年，乙类
金蓉颗粒	广州奇绩医药	妇科	2018年	/
葛兰香口服液	哈尔滨医大药业	感冒	2018年	/
关黄母颗粒	通化万通药业	内分泌	2018年	2021年，乙类
丹龙口服液	浙江康德药业	呼吸系统	2017年	/

3.5 配方颗粒：试点放开，渠道拓宽，量价齐升

- **行业趋势：中药配方颗粒试点结束，政策持续驱动下行业走向规范化**
- **从政策趋势来看，虽然未来配方颗粒生产不再局限于试点企业，但高标准下行业门槛反而大大提升，随着销售渠道的放开与高标准壁垒的建立，头部配方颗粒公司有望持续受益。** 相关标的：中国中药、红日药业
 - 2021年2月，《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》提出，对于中药配方颗粒未来的监管及定位做出了明确规划，生产配方颗粒的企业需要具备完整的生产能力及中药饮片炮制能力，且品种质量要求完全符合国标或省标。同时，中药配方颗粒的使用由二级及以上中医院放宽至各符合条件的医疗机构。
 - 2021年11月，《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》提出，**要进一步细化中药配方颗粒临床合理规范使用措施，确保中药饮片的主体地位。**同时，鼓励中药配方颗粒生产企业加强中药材资源评估，将质量管理体系延伸到中药材产地，加强中药配方颗粒质量源头控制。
 - 截至2022年9月初，国家药典委分4个批次发布了合计219个中药配方颗粒国家标准。**从价格上看，配方颗粒替换国标之后价格有明显提升空间，“优质优价”下行业有望加速发展，促进市场规模扩容。**

图：《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》解读



资料来源：国家药典委，国家药监局，国家中医药管理局，护理之师等，德邦研究所

3.5 配方颗粒：试点放开，渠道拓宽，量价齐升

■ 支付端：多省明确中药配方颗粒被纳入医保，支付端拓宽为行业带来成长空间

- **看过去：**国家对于中药的录入呈鼓励态度。医保目录每年新增中成药数量显著高于西药。
- **看未来：**《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》称，中药饮片品种已纳入医保支付范围的，对应的中药配方颗粒经专家评审后将有望纳入支付范围，并参照乙类管理。中药配方颗粒试点工作结束后，多省陆续挂网，推开医保覆盖。我们认为未来更多省份将逐步把中药配方颗粒纳入省级医保，甚至最终纳入国家医保体系，医保覆盖的拓宽有望为中药配方颗粒的增长提供动力。

图：近年将中药配方颗粒纳入医保的省份整理

省份	年份	文件名	内容
云南省	2018	《关于推进中药饮片产业发展的若干意见》	积极支持国家药典及我省省级标准收载的中药饮片、中药配方颗粒纳入国家和省级医保药品目录
浙江省	2018	《关于开展基层中医门诊常见病按病种支付方式改革的通知》	将定点医院开具的建议处方范围内中药配方颗粒纳入医保支付范围。
河北省	2019	《关于将部分中药配方颗粒纳入河北省基本医疗保险支付范围的通知》	将神威药业、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家企业生产的573种中药配方颗粒纳入医保支付范围
山东省	2020	《关于加强医疗保障支持中医药发展的若干措施》	将我省确定的中药配方颗粒试点企业生产的中药配方颗粒按相关要求纳入医保基金支付范围
湖北省	2020	《关于将省内试点企业生产的中药配方颗粒纳入基本医疗支付范围的通知》	准予已经认定的省内试点企业生产的中药配方颗粒纳入省内医保，在全省二级以上定点医院使用
广东省	2021	《广东省中医药条例》	第47条明确将符合条件的中医诊疗项目、中药饮片、中成药和医疗机构中药制剂纳入基本医疗保险基金支付范围
北京市	2021	《北京市中药配方颗粒管理实施细则(试行)》	北京市医疗保障局可综合考虑临床需要、基金支付能力和价格等因素，经专家评审后将与可报销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。
福建省	2022	《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》	符合条件的中药配方颗粒，经专家评审后，按照销售价格的70%纳入福建省基本医保基金支付范围，参照执行对应中药饮片的限定支付范围规定。除此以外，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。
安徽省	2022	《关于将部分中药配方颗粒纳入我省基本医疗保险、工伤保险和生育保险基金支付范围的通知》	将巴戟天等343个中药配方颗粒（其中符合国标196个，省标147个）纳入医疗保险支付范围。
山东省	2022	《关于印发山东省中药配方颗粒管理细则的通知》	将配方颗粒执行标准由原来的企业标准上升到国家和省标准，积极引导中药产业高质量发展。目前，国家配方颗粒标准达到200个，山东省标准达到282个。

资料来源：各省市医保局，国家医保目录，赛柏蓝，昆明日报，极目新闻，医疗器械招标网，德邦研究所整理

04

相关公司

4.1 康缘药业：传承中药，守正创新

核心看点：散寒化湿颗粒为新冠治疗药物需求巨大；持续发力中药创新研发；注射剂有望迎来边际改善；

核心逻辑：

- **中药现代化典型代表：**公司是国内倡导中药现代化的代表企业，在国家鼓励中药传承创新的背景下，中药现代化创新大有可为。在中药领域，公司研发投入领先同行，2018-2022Q3，公司的研发费用率由7.7%稳步攀升至14.0%，研发费用率始终高于同行中药上市公司，截至2022H1，公司拥有药品生产批件203个，其中有43个中药独家品种，2个中药保护品种，拥有在研中药新药30余项、化药创新药10余项。
- **基本面低谷已过，新激励推动公司持续增长：**受疫情、医保降价等因素影响，公司基本面于2021年触底，预计从2022年开始，在营销改革、新激励的推动下，公司营收与利润有望以较高增速持续增长；股权激励目标22-24年收入增速达22%、20%、18%或者利润增速达24%、22%、20%。
- **重磅新冠治疗药方获批，有望成为公司最大单品：**散寒化湿颗粒于10月份获批，这是继2021年“三药三方”后又一重磅抗新冠药方。在麻杏石甘汤等5个经典名方的基础上加减化裁得到散寒化湿颗粒方，是继2021年获批的“三方”（清肺排毒、宣肺败毒、化湿败毒后）的第四重要抗新冠药方；未来随着疫情防控策略的调整，未来市场需求将显著提升，散寒化湿有望带来极高的收入与利润弹性。

投资建议：预计公司22-24年营收45.1/55.0/66.2亿元、归母净利润分别为4.2/5.2/6.3亿元，22-24PE为33/26/22倍（不考虑新冠）

风险提示：产品销售不及预期，研发进展不及预期，行业竞争加剧

4.2 以岭药业：传承精华，发展创新

核心看点：中医药传承与创新龙头，持续发力中药创新研发；连花清瘟系列需求巨大；

核心逻辑：

- **连花清瘟销售不断走强，疫情防控政策进一步科学精准后需求有望进一步爆发。**连花清瘟为确认有效的抗疫明显品种，流感+新冠双重压力下，需求不断走高，已在全球20多个国家和地区获得批准；2020年，连花清瘟系列销售已突破40亿元，我们预计该系列产品有望成为首个全球性的中药重磅产品。随着疫情影响稳定，连花清瘟有望重回增长轨道，且考虑未来疫情或将逐步放开，连花清瘟作为核心抗疫品种，需求或将进一步提升。
- **坚实推动中医药创新发展。**传承中医药精华的基础上，公司在中医药创新领域取得诸多成果。公司在络病理论的指导下，依靠河北以岭医院、络病研究与创新中药国家重点实验室，形成“理论+临床+新药+实验+循证”良性循环发展模式，指导开发了诸多专利中药。2021年心脑血管系列用药“通参芪”在公立医院心脑血管中成药领域的合计市占率为17.1%，在2021年中国公立医疗市场中成药心血管疾病内服用药TOP10中分别排名第2/4/9。八子补肾胶囊是公司未来潜在的重磅品种，围绕抗衰老作用，公司已获得多项科研成果并发表多篇学术文章，是中药创新的典型。

投资建议：

- 预计公司22-24年营收119/140/162亿元，22-24年归母净利17/20.4/24.5亿元，22-23PE为41/34/29倍

风险提示：产品销售不及预期，研发进展不及预期，行业竞争加剧

4.3 太极集团：国药泽华夏，太极济苍生

核心看点：国药入主，治理改善显著；2025年500亿收入目标；中国中药整合预期

核心逻辑：

- **“十四五”战略聚焦中药，治理改善成效显著。**十四五战略描绘宏伟蓝图，2025年将力争实现500亿收入规划，利润不低于行业平局水平；2022Q1-3，公司工业板块实现收入 67.3 亿元，同比增长 10.1%，其中消化系统板块收入 17.5 亿元，同比增长 62.1%，主要系藿香正气口服液销售额增长所致；呼吸系统板块实现收入 10.1 亿元，同比增长 62%，其中急支糖浆及鼻窦炎口服液贡献较大；抗感染药物实现收入 13.8 亿元，同比增长 20.9%；神经系统药物实现收入9.1 亿元，同比增长 34.5%，主要系通天口服液及洛芬待因销售额增长所致。
- **降本增效成效显著。**Q3单季度公司毛利率45.2%，较去年同期提升2.1pct，较22H1提升0.4pct；销售费用率31.5%，较22H1减少2.5pct，管理费用率4.9%，较22H1增加0.4pct。
- **深入贯彻公司十四五规划，优化产能基地布局。**公司在“十四五”战略规划引领下，坚持“规范治理、聚焦主业、突破销售、提质增效”的工作方针，规划布局了12 个产品赛道、6 大治疗领域，瞄准自身赛道，确定路径，协同发展。此外，公司积极优化产能和基地布局，推进“3143”产能战略规划落地实施，升级打造 3 个中药和 1 个化药智能制造产能中心，提质增效 4 个产能协同厂，专业聚焦 3 个特色药品生产厂。公司所谋定的“1+3+N”发展战略，正稳步推进 20 个核心品种、50 个重点品种基地建设，新增订单种植 2.3 万亩。

投资建议：

□ 预计公司22-23年营收142/170亿元，22-24年归母净利3.5/5.5/8.4亿元，22-23PE为50/32/21倍。

□ **风险提示：**业绩市场进度或低于预期，产品销售不及预期，治理优化不及预期，费用控制不及预期

4.4 昆药集团：六百年老字号，龙头赋能焕发新机

核心看点：老牌中药公司底蕴丰厚，迎来困境反转；华润三九预控股，有望赋能公司品牌与销售。

核心逻辑：

- **华润拟控股公司，有望在品牌、销售、资源等多维度赋能。** 2022年5月，公司与华润三九签署《股份转让协议》，拟将其持有的公司合计约2.12亿股股份（28%）转让给华润三九，股份转让完成后华润三九将控股公司。华润三九作为国内重要OTC龙头公司之一，品牌塑造与销售能力行业顶尖，背靠华润系资源支持，有望全方位赋能公司，打造出多个大品种中药产品。
- **产品+渠道转换，完成3年调整期，“口服+院外”成为公司发展新动能。** 2019年，针剂产品在公司的工业板块中占比近50%，中药注射剂产品使用受到限制后，公司经历转型镇痛期。2019年开始，公司调整发展战略，2021年完成转型，口服产品占比超过70%，重磅产品血塞通软胶囊连续三年实现院外业务快速增长，2021年在中国城市零售药店终端心脑血管中成药产品销售排名第9。经历3年调整期，公司重磅产品血塞通软胶囊、参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等在零售渠道快速放量，已经成为拉动公司业绩增长的持续动力。
- **中药注射剂有望困境反转，有望贡献业绩边际增量。** 2019年，新版医保目录对中药注射剂的使用进行了严格的限制，要求二级以上医疗机构才能使用，同时规定只能用在重症或者特定病种上。公司注射用血塞通（冻干）制剂受到较大的影响，销售量下滑。2021-2022年，全国多地医保局陆续下发试点药品医保支付标准的通知及相应的实施细则。对于进入该支付试点的产品，按照规则重新确定医保支付标准，并将支付范围恢复至药品说明书范围。中药注射剂医保限制政策边际放松，公司中药注射剂有望迎来困境反转。

风险提示：产品销售不及预期，股权转让进展不及预期，行业竞争加剧

4.5 华润三九：品牌OTC龙头，配方颗粒买入新时代

核心看点：依托知名品牌，拓宽产品品类，延展渠道；配方颗粒或提供增长新动能；多维度股权激励，全面赋能公司增长。

核心逻辑：

- **中药行业OTC平台型龙头企业，依托知名品牌，拓宽产品品类，延展渠道。**公司依托知名品牌“999”，持续扩充品牌序列，在“999”品牌的基础上，陆续补充了“天和”、“顺峰”、“好娃娃”、等受消费者认可的品牌。并且，公司建立了覆盖全国的渠道商业体系，与全国优质经销商及连锁终端广泛合作，截止2021年底，已覆盖全国超40万家药店，并与京东大药房、阿里健康大药房等线上平台公司开展业务合作，赋能线下连锁终端客户。
- **配方颗粒进入发展新时代，面向扩容市场，公司优势突出。**中药配方颗粒于2021年11月结束试点工作，近200个品种开始施行新国标。在结束试点工作后，预计配方颗粒市场将进一步扩容，公司作为最早的配方颗粒试点企业之一，能生产六百余种单味配方颗粒品种，具备先发优势。并且在多个生产基地积极建设智能制造，具备一定成本优势。
- **多维度股权激励，全面赋能公司增长。**本次股权激励业绩考核目标为：1) 2022-2024 年公司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 年公司归母扣非净利润年复合增长率均均不于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，全面赋能公司增长。
- **风险提示：**产品销售不及预期，原材料价格或大幅波动，研发不及预期风险

05

- 1、疫情影响风险：**若新冠疫情不能得到有效控制，将会对行业经营造成不利影响。
- 2、医保或集采降价风险：**医药行业集采、医保政策调整等措施的实施将直接影响药品终端价格和药品生产企业的业绩。随着国家医疗卫生体制改革的不断深化，医药政策陆续出台，可能对行业造成一定的冲击。
- 3、行业竞争加剧风险：**在中药创新药的审批端加速、支付端格局良好的背景下，行业参与者数量可能呈现增加趋势，存在竞争加剧风险。

分析师与研究助理简介

陈铁林，德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师2019年新财富第四名，2018年新财富第五名、水晶球第二名，2017年新财富第四名，2016年新财富第五名，2015年水晶球第一名。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市 场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳 斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

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

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880

400-8888-128