

中药配方颗粒深度（4）

22Q4备案总结：头部企业省均备案数已超300个

行业研究·深度报告

医药生物·中药

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

报告摘要：三九、一方22年四季度单季新增备案数居前

- **看存量，天江、一方备案总数保持领先，天江、一方、华润三九、红日药业**在各省平均备案数（国标+省标）分别为348、353、299、306个/省。国标方面，头部4家企业国标备案数目接近，均已基本完成已出国标品种在各省的备案工作，天江、一方、华润三九、红日药业在各省的平均国标备案数分别为199、198、189、199个/省；省标方面，备案进度呈现明显差异性，天江、一方、华润三九、红日药业在各省的平均省标备案数分别为149、155、110、107个/省，在各自的强势地区（通常为公司所在地）拥有较多备案数。
- **观增量，22Q4无新国标公示及颁布实施，国标备案饱和，省标备案持续推进。**天江、一方、华润三九、红日药业22Q4在各省的平均新增备案数（国标+省标）分别为32、58、62、32个/省，其中：华润三九和一方备案推进积极，新增备案数领先，31省总计新增备案数（国标+省标）分别为1931、1789个；天江和红日药业备案推进平稳，31省总计新增备案数（国标+省标）分别为985、990个。**三九、一方22Q4新增备案数居前。**
- **头部四家企业备案数量和覆盖面均领先，第二梯队企业区域性明显。**行业头部四家企业天江、一方、华润三九、红日药业在全国31个省（市、自治区）均有备案覆盖，各省备案数（国标+省标）均接近或超过300个，**头部四家企业在各省备案数（国标+省标）占比为18%-70%，平均占比34%。**第二梯队企业以重点省份备案为主，在公司所在地及部分医药发达省份备案数较多，其余省份未覆盖备案或备案数较少，区域性明显。
- **备案进度略低于我们此前预期：4家头部企业已在大部分省份完成接近或超过300个品种的备案。**对于等级医院而言，通常需要300个以上的常用品种才能满足80-90%以上的组方需求，以300个备案数（国标+省标）为界，天江、一方、华润三九、红日药业分别在24、26、17、21个省（市、自治区）备案数超过300个，12月底相较9月底分别增加5、10、12、15个省份，即4家头部企业已在大部分省份完成接近或超过300个品种的备案；由于目前已颁布实施国标的品种中存在~30个不常用品种，如若将其剔除、以330个备案数（国标+省标）为界，天江、一方、华润三九、红日药业分别在19、20、12、9个省（市、自治区）备案数超过330个，12月底相较9月底分别增加4、8、9、7个省份，天江、一方已在大部分省份完成超过330个品种的备案，华润三九、红日药业仍稍显不足。
- **风险提示：中药配方颗粒标准颁布实施不及预期，中药配方颗粒备案不及预期，行业竞争加剧风险，集采风险，疫情反复风险**
- **投资建议：**总体来看，22Q4并无新国标公示及颁布实施，国标出台进度偏缓，叠加公共假期、疫情防控政策优化等因素影响下的社会资源分配变化，备案进度略低于我们此前预期。**短期维度**从单季环比来看，随着备案数的增加、医院诊疗的逐步恢复，中药配方颗粒行业逐季改善；**中期维度**从同比来看，标准切换所带来的行业阵痛造成2022年的低基数，2023年下半年有望迎来超过300个国标，预计行业将在2023年迎来同比高增长；**长期维度**从竞争、利润、集采、空间出发，我们看好中药配方颗粒行业的发展趋势，**推荐买入：华润三九、中国中药，推荐增持：红日药业。**

中国中药：配方颗粒短期承压，环比持续好转

- ✓ **受中药配方颗粒新旧标准切换影响，公司业绩短期受挫。**2022H1公司实现营收59.12亿元（-27.46%），归母净利润4.14亿元（-55.52%），扣非归母净利润3.51亿元（-60.68%）。中药配方颗粒实现营收27.62亿元（-49.09%），毛利率61.6%（-9.9pp），对公司上半年整体业绩有所拖累。
- ✓ **供给、需求双重作用下，颗粒行业2022H1经历阵痛。**中药配方颗粒行业处于标准转换期：1）从需求端来看，2021年四季度企标品种大量发货透支22年一季度发货需求；2）从供给端来看，2021年11月起配方颗粒生产企业不能再对企标品种进行生产，导致公司2022年上半年企标产品供给受限，叠加国标及各省省标的颁布实施及备案缓慢导致公司新标品种数目不足，医生组方产生较大限制，颗粒业务2022年上半年经历阵痛。
- ✓ **随着新标的制定及备案提速，颗粒业务有望环比持续好转。**根据NMPA数据，公司标准备案工作有序推进，除个别省外，天江、一方在大部分地区已基本完成国标备案，但省标备案进度各省不一。随着公司持续推进国省标的研究制定与销售备案，新标体系有望持续完善，配方颗粒业务有望环比持续好转。
- ✓ **其他业务稳健，全产业链布局下各业态发展良好。**公司坚持中药大健康全产业链高质量发展，优化六大板块业务布局。2022上半年，除中药配方颗粒，其余板块均实现营收同比增长。中药材方面，积极开展种质资源建设和溯源管理，实现中药源头的质量提升和标准化生产；中药饮片方面，发挥代煎代配业务优势，便捷高效的新业务模式获得群众认可；中药大健康产品方面，特色新品+OEM/ODM代工模式促进发展；中成药方面，临床大品种培育和线上渠道拓展推动业务回暖；国医馆方面，积极进行业务模式+产品技法创新，疫情影响下实现业务稳中向好。全产业链布局下，各项业务相互赋能，持续提升公司抗风险能力及业绩稳定性。
- ✓ **风险提示：配方颗粒新标颁布及备案不及预期；集采风险；疫情反复**
- ✓ **投资建议：配方颗粒短期承压，环比持续好转，维持“买入”评级。**公司是中药配方颗粒龙头，随着行业标准体系逐步完善，公司业绩有望持续改善，维持“买入”。

华润三九：单三季度归母净利润同比增长38.12%，感冒药恢复良好



- ✓ **单三季度营业收入、归母净利润均实现双位数增长。**2022 前三季度公司实现营收121.11亿元（+7.53%），归母净利润19.52亿元（+11.17%），扣非归母净利润17.83亿元（+10.08%）。其中三季度单季营收37.10亿元（+10.99%），归母净利润5.19亿元（+38.12%），扣非归母净利润4.51亿元（+27.17%）。经历上半年疫情扰动后，在CHC业务带动下，三季度营收、利润实现双增长。得益于销售费用的良好控制，利润端增速亮眼。
- ✓ **“四类药”管控政策整体趋缓，三季度感冒药恢复较好。**2022上半年疫情期间“四类药”（退烧、止咳、抗菌素、抗病毒）管控严格，公司感冒品类营收受挫。随着6月下旬第九版新冠疫情防控方案的出台，终端销售逐步规范，公司感冒药销售也逐渐回归正常状态，带动CHC业务增长。目前，新疆等地已宣告杜绝禁止销售“四类药”，预计“四类药”管控政策整体上持续趋缓，步入规范化，叠加四季度呼吸类疾病高发期，感冒品类将迎来旺季。
- ✓ **CHC核心竞争力持续强化，配方颗粒业务有望逐步恢复。**2022前三季度CHC业务稳健，除感冒药持续恢复外，儿科、胃药、皮肤药同样表现良好。CHC是公司核心业务，有望通过“品牌建设+产品升级+线上线下渠道布局深化”持续强化竞争力，巩固行业领先地位。处方药业务中，注射剂业务受到疫情和集采叠加影响有所下滑，易善复、诺泽等增长较好。国药业务中，配方颗粒业务受限于品种不足仍处阵痛期，饮片的快速增长有望部分弥补配方颗粒的下滑，随着后续更多国标品种出台，配方颗粒业务有望逐步恢复。
- ✓ **风险提示：疫情反复；配方颗粒推进及新品推出不及预期；商誉减值风险**
- ✓ **投资建议：CHC核心优势持续，维持“买入”评级。**“四类药”管控政策趋缓，CHC业务持续增长，维持盈利预测，预计2022-2024年收入169.21/195.15/224.99亿元，同比增速10.45%/15.33%/15.29%，归母净利润23.72/27.51/31.74亿元，同比增速15.91%/15.95%/15.38%，当前股价对应PE=21/18/15x。公司是品牌OTC龙头，随着CHC核心竞争持续强化、行业地位不断巩固，叠加配方颗粒业务逐步恢复，业绩有望稳中向好，维持“买入”。

红日药业：国标颁布偏缓，配方颗粒承压

- ✓ **前三季度业绩承压。**2022前三季度公司实现营收49.00亿元（-10.68%），归母净利润4.70亿元（-26.15%），扣非归母净利润4.10亿元（-34.10%）。其中三季度单季营收15.89亿元（-20.58%），归母净利润1.18亿元（-40.63%），扣非归母净利润0.99亿元（-50.00%）。前三季度营收、利润均同比下滑，利润端下滑幅度大于收入端。
- ✓ **配方颗粒国标颁布缓慢，品种仍存不足，业务恢复不及预期。**目前国标品种仅颁布实施200个，而5月份公示的50个国标仍未正式颁布，导致近两月公司在国标备案上未有较大进展；省标方面，各省品种数量、品种参数等存在较大差异且互认度低，给省标备案带来困难。省标备案难度较大叠加国标颁布缓慢导致公司可销售的新标品种数不足，销量受到较大影响，业务恢复缓慢。
- ✓ **配方颗粒长期前景广阔，有望迎来数倍扩容。**自2021年试点结束后，配方颗粒的使用终端将由二级以上中医院拓展至所有具备中医执业的各级医疗机构，使用范围大大增加，有望迎来数倍增长空间。目前行业虽受限于品种数量短期受挫，但长期前景广阔，作为中药现代化的重要一步，配方颗粒标准化势不可挡，随着后续国标品种颁布实施，配方颗粒行业将逐步恢复，有望于2023年迎来拐点，进入市场扩容的机遇期。
- ✓ **产品线丰富，全产业链布局。**公司以研发精药、生产良药为己任，专注重症领域、肿瘤及免疫、心脑血管、呼吸系统、神经退行性疾病领域的研究与创新，业务横跨成品药、中药配方颗粒及饮片、原辅料、医疗器械、医疗健康服务、药械智慧供应链等六大领域。随着业务领域拓展，公司从优秀中药产品制造商向卓越大健康产业服务提供商不断转型。
- ✓ **风险提示：疫情反复；配方颗粒推进及新品推出不及预期；商誉减值风险**
- ✓ **投资建议：国标颁布势在必行，配方颗粒有望迎来恢复，维持“增持”。**配方颗粒国标颁布势在必行，标准制定和发布将提速，随着年底和明年国标陆续出台，业务将迎来拐点，获得强势恢复。预计2022-2024年收入65.66/81.33/98.02亿元，同比增速-14.40%/+23.87%/+20.52%，归母净利润5.53/7.13/9.39亿元，同比增速-19.50%/+28.86%/+31.66%，当前股价对应PE=32/25/19x。综合绝对估值和相对估值，公司合理估值为7.10-8.22元，考虑到公司是配方颗粒领先企业，成品药、医疗器械等多业务布局完善，维持“增持”评级。

- [01] 2022年底天江、一方、三九、红日备案情况一览**
- [02] 第二梯队企业区域性明显**
- [03] 配方颗粒行业前景四问四答**
- [04] 投资建议**
- [05] 行业动态及往期报告回顾**

中国中药——天江：省均备案348个/省

- **整体备案情况良好，省均备案348个/省。**综合国标与省标备案数，天江在各省平均备案数为348个/省，在江苏等10个省（市、自治区）的备案数已超过400个，在24个省（市、自治区）的备案数目超过300个，在31个省（市、自治区）的备案数目均超过190个，各省市备案推进顺利。
- **31省国标备案超过197个。**天江在31个省（市、自治区）的国标备案数均超过197个。在全国各省份基本完成现有国标的备案工作。
- **在31省的省标平均备案数目为149个/省。**天江在江苏、西藏等10个省（市、自治区）的省标备案数超过200个，在17个省（市、自治区）的省标备案数超过150个，各省差异较大，上海、湖南等5省省标备案数不超过10个。

中国中药——一方：省均备案353个/省

- **整体备案情况良好，省均备案353个/省。**综合国标与省标备案数，一方在各省平均备案数为353个/省，在广东等10个省（市、自治区）的备案数已超过400个，在26个省（市、自治区）的备案数目超过300个，在31个省（市、自治区）的备案数目均超过190个，各省市备案推进顺利。
- **31省国标备案超过195个。**一方在31个省（市、自治区）的国标备案数均超过195个。在全国各省份基本完成现有国标的备案工作。
- **在31省的省标平均备案数目为155个/省。**天江在广东、西藏等11个省（市、自治区）的省标备案数超过200个，在19个省（市、自治区）的省标备案数超过150个，各省差异较大，上海、湖南等5省省标备案数不超过10个。

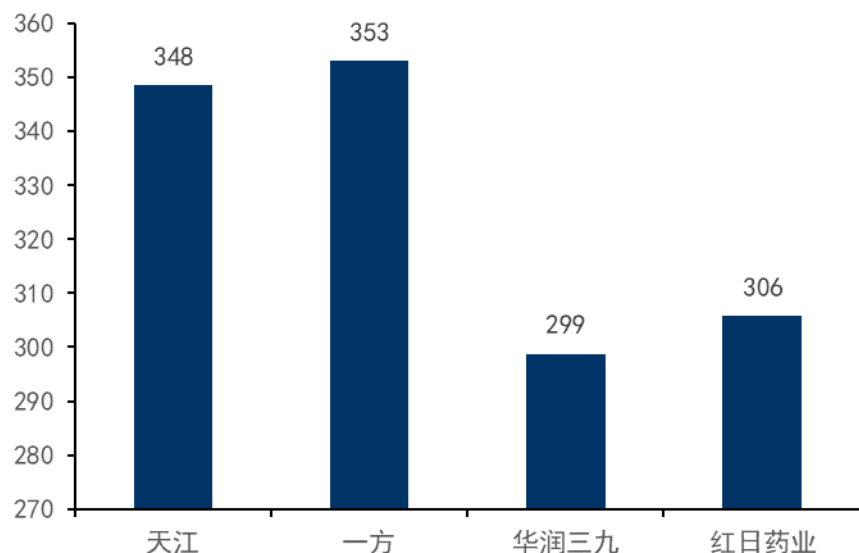
- **省均备案299个/省，广东备案数领先。**综合国标与省标备案数，华润三九在各省平均备案数为299个/省，在广东、西藏的备案数已超过400个，在17个省（市、自治区）的备案数目超过300个，在31个省（市、自治区）的备案数目均超过180个。其中，凭借广东的区域优势，在广东省的备案数最多，达468个。
- **29省国标备案超过180个。**除内蒙古（179个）、浙江（178个）外，华润三九在29个省（市、自治区）的国标备案数均超过180个。国标备案进度较好。
- **各省省标备案进度差异较大，在31省的省标平均备案数目为110个/省。**华润三九在广东、西藏的省标备案数超过200个，分别为270、230个，在11个省（市、自治区）的省标备案数超过150个，各省差异较大，在13个省（市、自治区）的省标备案数仍未超过100个。

- **省均备案306个/省，北京备案数领先。**综合国标与省标备案数，红日药业在各省平均备案数为306个/省，在北京、西藏的备案数已超过400个，在21个省（市、自治区）的备案数目超过300个，在31个省（市、自治区）的备案数目均超过180个。其中，在北京的备案数最多，达433个。
- **28省国标备案达200个。**除广东（198个）、广西（196个）、浙江（182个）外，红日药业在28个省（市、自治区）的国标备案数均达200个，已完成现有国标品种的备案。
- **各省省标备案进度差异较大，在31省的省标平均备案数目为107个/省。**红日药业在北京、西藏、甘肃的省标备案数超过200个，分别为233、232、209个，在5个省（市、自治区）的省标备案数超过150个，各省差异较大，在10个省（市、自治区）的省标备案数仍未超过100个。

四家头部企业在各省平均备案数比较：国标备案接近，省标备案差异大

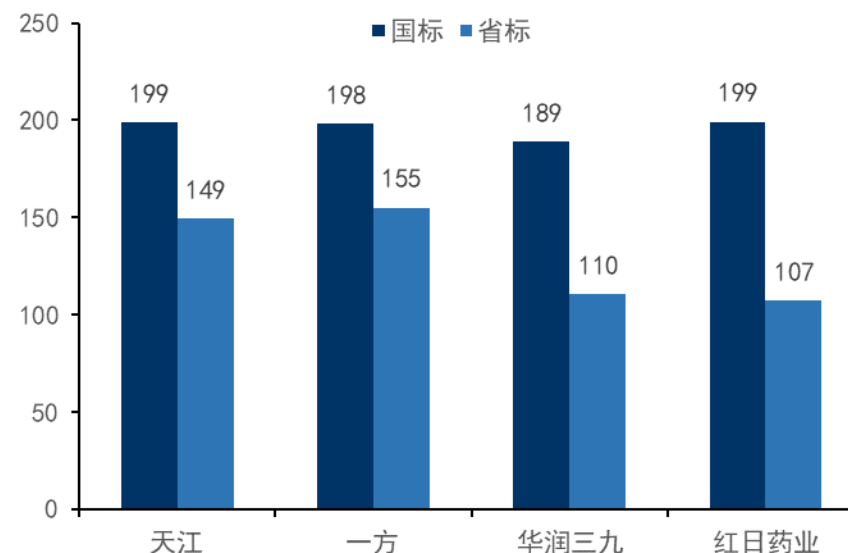
- 平均国标备案数相近。中药配方颗粒行业头部四家企业天江、一方、华润三九、红日药业在全国31个省（市、自治区）平均国标备案数分别为199、198、189、199个/省，四家企业国标备案进度相近，在各省国标备案数接近饱和。
- 省标备案数有差异。天江、一方、华润三九、红日药业在全国31个省（市、自治区）平均省标备案数分别为149、155、110、107个/省，天江、一方省标备案进度稍快，华润三九、红日药业次之。

图：天江、一方、华润三九、红日药业各省平均备案数（个/省）



资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理
注：数据截至2022年12月31日，备案数=国标备案数+省标备案数，并包含互认情况

图：天江、一方、华润三九、红日药业各省国标和省标平均备案数（个/省）

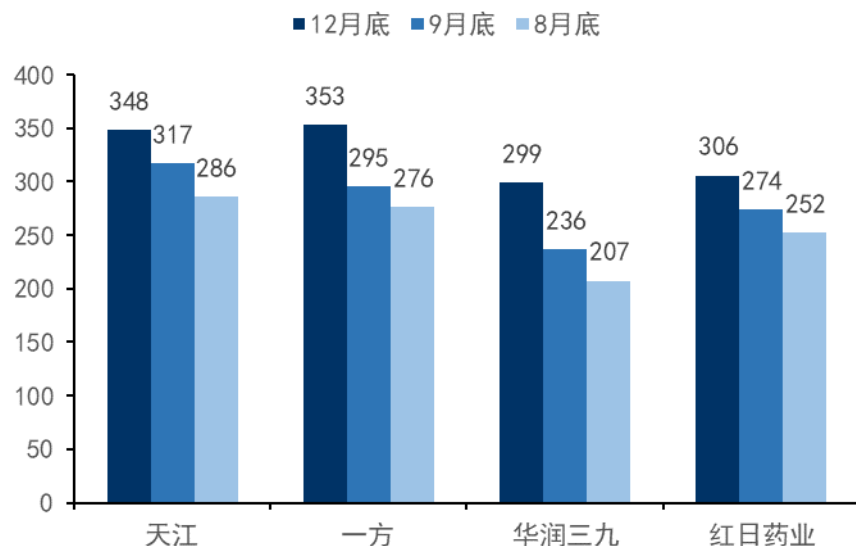


资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理
注：数据截至2022年12月31日

三九、一方22Q4新增备案数居前

- 天江、一方、华润三九、红日药业22Q4平均每省新增备案数（国标+省标）为32、58、62、32个。其中一方和华润三九备案推进积极，新增备案数领先，31省总计新增备案（国标+省标）1789、1931个，平均每省新增备案（国标+省标）58、62个；天江和红日药业备案推进平稳，31省总计新增备案985、990个，平均每省新增备案均为32个。

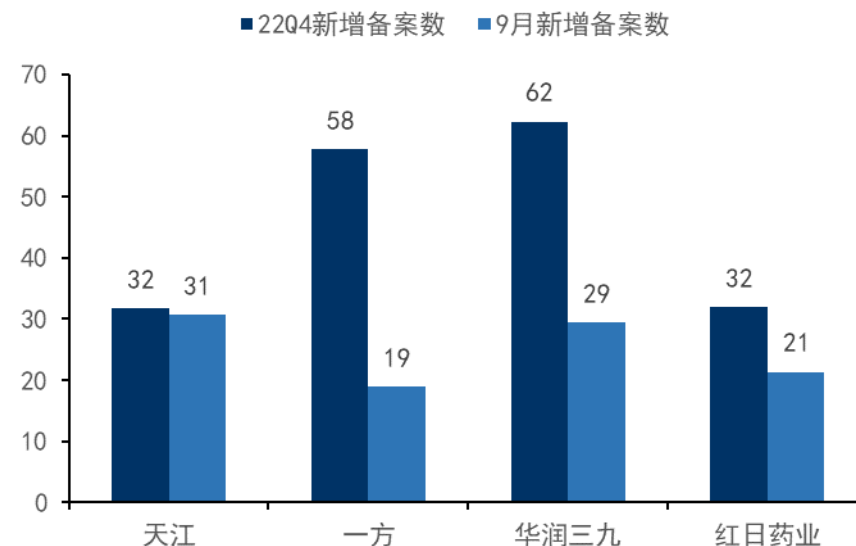
图：天江、一方、华润三九、红日药业平均备案数变化（个/省）



资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理

注：8月底数据截至2022年8月25日，9月底数据截至2022年9月27日，9月底数据截至2022年12月31日；备案数=国标备案数+省标备案数，并包含跨省互认情况

图：天江、一方、华润三九、红日药业新增备案情况



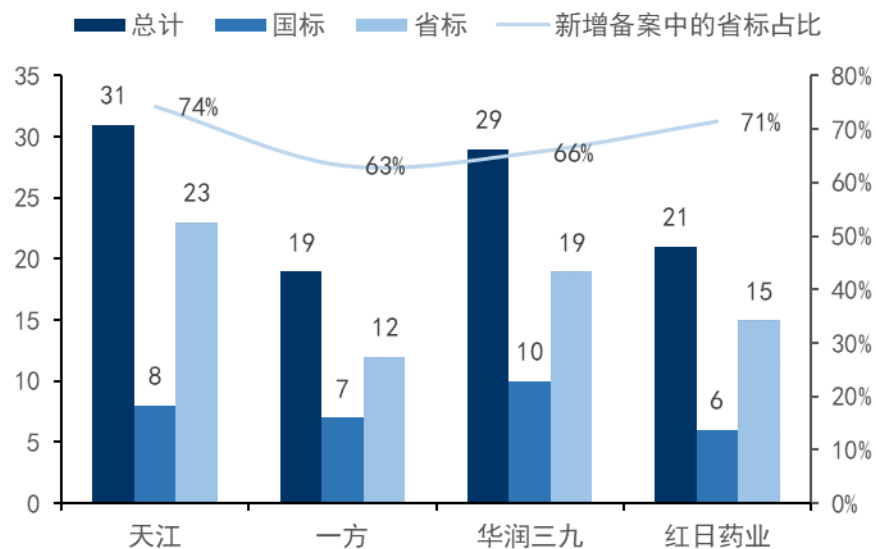
资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理

注：9月新增备案数为9月27日统计数据相较于8月25日统计数据新增数目，22Q4新增备案数为12月31日统计数据相较于9月27日统计数据新增数目

2022年四季度并无新标公示及颁布实施，国标备案已饱和（1）

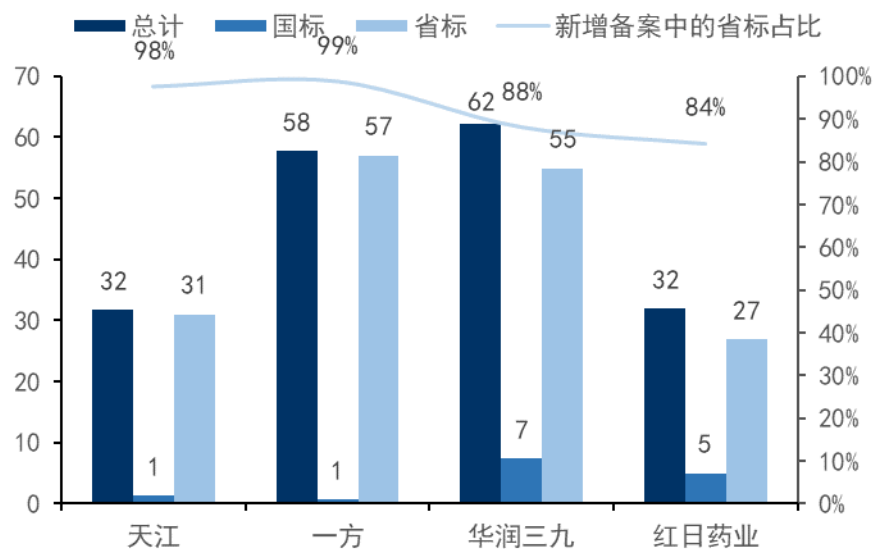
- 2022年四季度新增备案以省标为主，国标备案已近饱和。天江、一方、华润三九、红日药业22Q4平均每省新增备案数（国标+省标）为32、58、62、32个，平均每省新增国标备案数为1、1、7、5个，平均每省新增省标备案数为31、57、55、27个，国标备案已近饱和，新增备案数中省标占比分别为98%、99%、88%、84%，相较9月新增备案中的省标占比（74%、63%、66%、71%）有所提高。

图：天江、一方、华润三九、红日药业9月平均新增备案数（个/省）



资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理
注：数据为9月27日统计数据相较8月25日统计数据新增数目

图：天江、一方、华润三九、红日药业22Q4平均新增备案数（个/省）



资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理
注：数据为12月31日统计数据相较9月27日统计数据新增数目

2022年四季度并无新标公示及颁布实施，国标备案已饱和（2）



- 2022四季度西藏、贵州省标备案进展较快。天江、一方、华润三九、红日药业22Q4在西藏新增省标备案为108、282、230、29个，在贵州新增省标备案为159、164、146、95个，四家企业在西藏、贵州两省省标备案推进较顺利。在浙江、上海、湖南三省，四家企业22Q4均未实现省标备案突破。
- 子公司所在省份省标备案推进较顺利。配方颗粒企业在各省建立子公司一定程度上有助于省标备案的推进，例如红日药业（下设子公司甘肃佛慈、湖北辰美）2022Q4在甘肃、湖北新增省标备案114、70个，一方（下设子公司广西一方）2022Q4在广西新增省标案134个。

表：天江、一方、华润三九、红日药业22Q4新增省标备案情况

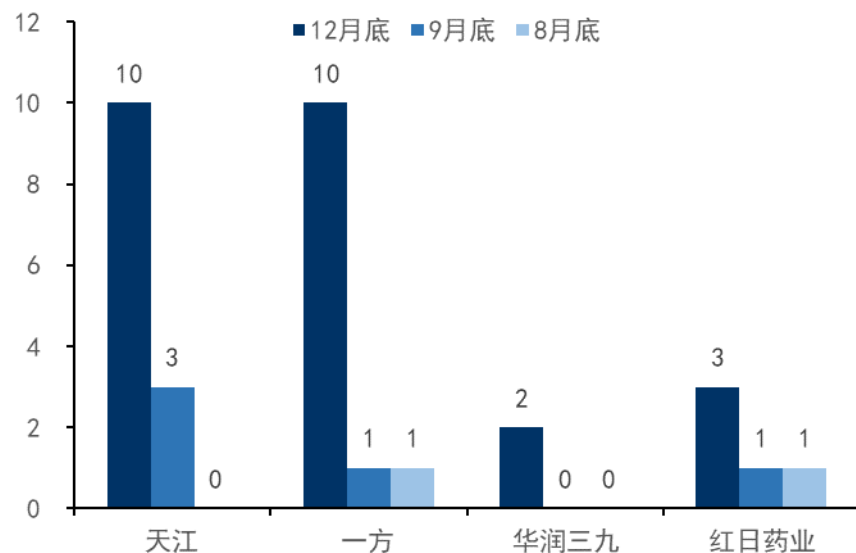
省份	天江	一方	华润三九	红日药业	省份	天江	一方	华润三九	红日药业	省份	天江	一方	华润三九	红日药业
西藏	108	282	230	29	四川	43	70	44	33	重庆	15	26	5	46
贵州	159	164	146	95	江西	23	51	63	28	陕西	9	29	15	6
江苏	70	142	133	48	湖北	20	34	22	70	北京	12	22	17	0
甘肃	36	62	110	114	宁夏	0	24	107	10	内蒙古	11	23	1	5
海南	38	33	174	24	山西	3	33	68	37	新疆	2	9	0	8
天津	57	76	74	44	吉林	37	56	12	22	河南	0	1	1	9
广西	49	134	61	0	山东	34	49	31	5	浙江	0	0	0	0
黑龙江	40	60	101	29	青海	2	18	74	8	上海	0	0	0	0
河北	24	99	18	86	辽宁	19	31	38	12	湖南	0	0	0	0
福建	63	81	39	29	云南	14	55	9	21	平均	31	57	55	27
广东	33	69	78	13	安徽	24	34	32	4					

资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理 注：数据为12月31日统计数据相较9月27日统计数据新增数目

对于等级医院：当前备案数仍稍显不足

- 对于等级医院：华润三九、红日药业当前备案数仍存不足。对于等级医院而言，通常需要300个以上的常用品种才能满足80-90%以上的组方需求。由于目前已颁布实施国标的品种中存在20-30个不常用品种，如若将其剔除、以330个备案数（国标+省标）为界，天江、一方、华润三九、红日药业分别在19、20、12、9个省（市、自治区）备案数（国标+省标）超过330个，12月底相较9月底分别增加4、8、9、7个省份，华润三九、红日药业的备案品种能满足县级以上医院组方需求的省份偏少。

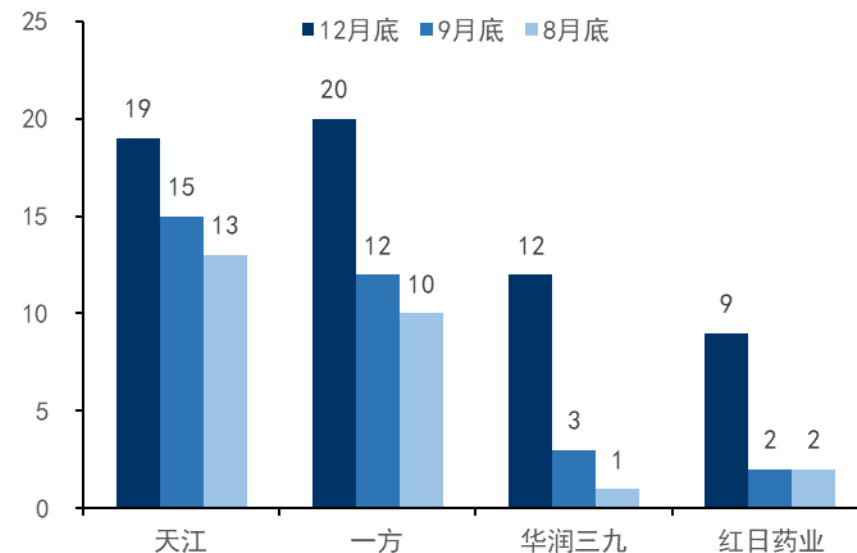
图：备案超过400个品种的省份数量



资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理

注：8月底数据截至2022年8月25日，9月底数据截至2022年9月27日，12月底数据截至2022年12月31日；备案数=国标备案数+省标备案数，并包含跨省互认情况

图：备案超过330个品种的省份数量



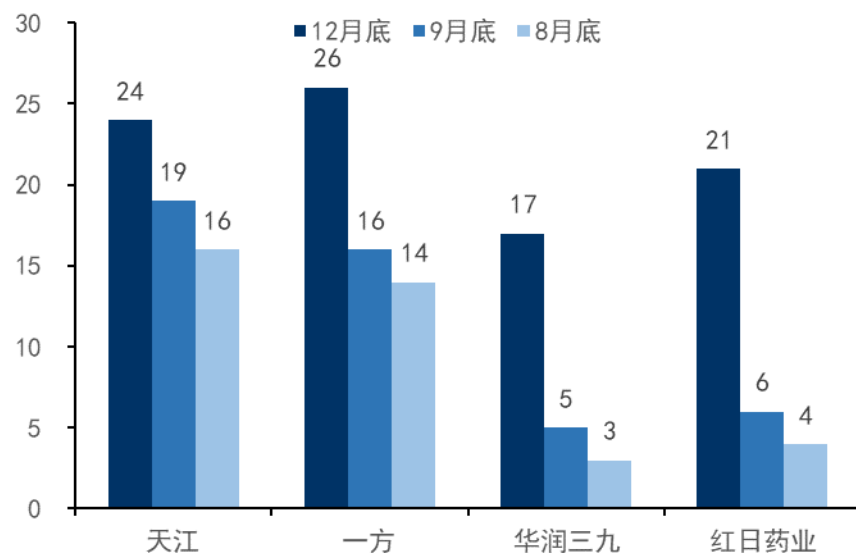
资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理

注：8月底数据截至2022年8月25日，9月底数据截至2022年9月27日，12月底数据截至2022年12月31日；备案数=国标备案数+省标备案数，并包含跨省互认情况

对于基层医疗机构及专科/民营医院：当前备案数已能满足基本需求

- 对于基层医疗机构及专科/民营医院：当前备案数已能满足基本需求。基层医疗机构及专科/民营医院对品种数目要求较低，150-200个品种即可满足一般组方要求，以200个备案数（国标+省标）为界，天江、一方、华润三九、红日药业分别在29、29、26、29个省（市、自治区）备案数（国标+省标）超过200个，12月底相较9月底分别增加2、1、6、3个省份，在多数省份的备案数目可满足大部分基层及专科/民营市场的一般处方需求。
- 基层医疗机构及专科/民营医院或将成为标准不全时期的重点推进目标，协定方或将成为重要推进手段。一方面，当前4家企业备案数已能满足基层医疗机构及民营医院基本需求，叠加目前该市场较为空白、存在较大挖掘潜力及拓展空间，或将成为标准不全时期的重点推进目标。另一方面，企业根据自身当前备案情况及患者需求所开发的协定方，既能满足常见疾病的普适性需求，又能从一定程度克服当前的品种不足障碍，有望成为当前时期拓展的重要手段。

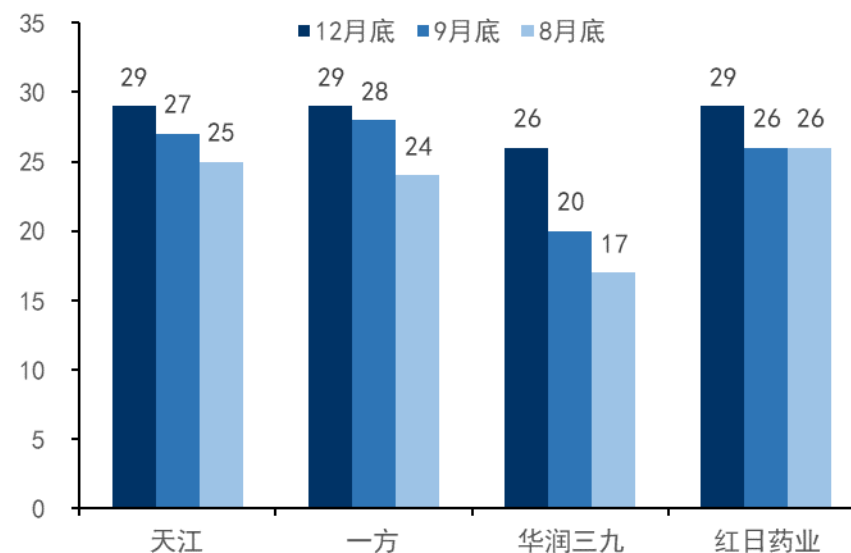
图：备案超过300个品种的省份数量



资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理

注：8月底数据截至2022年8月25日，9月底数据截至2022年9月27日，12月底数据截至2022年12月31日；备案数=国标备案数+省标备案数，并包含跨省互认情况

图：备案超过200个品种的省份数量



资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理

注：8月底数据截至2022年8月25日，9月底数据截至2022年9月27日，12月底数据截至2022年12月31日；备案数=国标备案数+省标备案数，并包含跨省互认情况

小结：看存量，天江、一方备案总数保持领先

- 目前已颁布实施200个中药配方颗粒国家标准品种，2022年四季度并无新标公示及颁布实施。为提高中药整体的质量水平和行业规范性，国家药监局积极推进中药配方颗粒的国家标准制定工作，并鼓励企业参与，发挥企业的主体作用。在6家生产企业试点成果的基础上，综合已有研究数据，经过研究起草、生产验证、标准复核、专业委会审评、公开征求意见、审核等，于2021年4月29日正式颁布第一批160个中药配方颗粒国家药品标准，2021年11月1日起正式实施，后陆续于2021年11月2日/2022年6月13日颁布实施中药配方颗粒国家标准36/4个，目前累计颁布的国标品种数共200个。
- 看存量，天江、一方备案总数保持领先，天江、一方、华润三九、红日药业在各省平均备案数（国标+省标）分别为348、353、299、306个/省。国标方面，头部4家企业国标备案数目接近，均已基本完成已出国标品种在各省的备案工作，天江、一方、华润三九、红日药业在各省的平均国标备案数分别为199、198、189、199个/省；省标方面，备案进度呈现明显差异性，天江、一方、华润三九、红日药业在各省的平均省标备案数分别为149、155、110、107个/省，在各自的强势地区（通常为公司所在地）拥有较多备案数。
- 备案进度略低于我们此前预期：4家头部企业已在大部分省份完成接近或超过300个品种的备案。对于等级医院而言，通常需要300个以上的常用品种才能满足80-90%以上的组方需求，以300个备案数（国标+省标）为界，天江、一方、华润三九、红日药业分别在24、26、17、21个省（市、自治区）备案数超过300个，12月底相较9月底分别增加5、10、12、15个省份，即4家头部企业已在大部分省份完成接近或超过300个品种的备案；由于目前已颁布实施国标的品种中存在~30个不常用品种，如若将其剔除、以330个备案数（国标+省标）为界，天江、一方、华润三九、红日药业分别在19、20、12、9个省（市、自治区）备案数超过330个，12月底相较9月底分别增加4、8、9、7个省份，天江、一方已在大部分省份完成超过330个品种的备案，华润三九、红日药业仍稍显不足。

小结：观增量，三九、一方22Q4新增备案数居前

- **华润三九、一方22Q4新增备案数领先。**天江、一方、华润三九、红日药业22Q4平均每省新增备案数（国标+省标）为32、58、62、32个。其中一方和华润三九备案推进积极，新增备案数领先，平均每省新增国标备案1、7个，新增省标备案57、55个；天江和红日药业备案推进平稳，平均每省新增国标备案1、5个，新增省标备案31、27。
- **2022年四季度新增备案以省标为主，国标备案已近饱和。**天江、一方、华润三九、红日药业22Q4平均每省新增国标备案数为1、1、7、5个，平均每省新增省标备案数为31、57、55、27个，国标备案已近饱和，新增备案数中省标占比分别为98%、99%、88%、84%，相较9月新增备案中的省标占比（74%、63%、66%、71%）有所提高。
- **2022四季度西藏、贵州省标备案进展较快。**天江、一方、华润三九、红日药业22Q4在西藏新增省标备案为108、282、230、29个，在贵州新增省标备案为159、164、146、95个，四家企业在西藏、贵州两省省标备案推进较顺利。在浙江、上海、湖南三省，四家企业22Q4均未实现省标备案突破。
- **子公司所在省份省标备案推进较顺利。**配方颗粒企业在各省建立子公司一定程度上有助于该省省标备案的推进，例如红日药业（下设子公司甘肃佛慈、湖北辰美）2022Q4在甘肃、湖北新增省标备案114、70个，一方（下设子公司广西一方）2022Q4在广西新增省标案134个。

- [01] 2022年底天江、一方、三九、红日备案情况一览
- [02] 第二梯队企业区域性明显
- [03] 配方颗粒行业前景四问四答
- [04] 投资建议
- [05] 行业动态及往期报告回顾

头部四家企业备案数量和覆盖面均领先，第二梯队企业区域性明显（1）



■ 备案品种数超过300个的企业共20家，红日药业、一方、天江、华润三九位居前列。根据NMPA数据，截至12月31日，共58家企业有中药配方颗粒备案记录（拆分子公司为70家），其中20家企业备案品种数超过300个，15家企业备案品种数超过350个，一方、天江、华润三九、红日药业位居前列，备案品种数分别为488、488、468、433个。除此，神威药业、以岭药业、新绿色、春风一方、九洲方圆、贵州同济堂备案品种数均超过400个，在备案品种数方面较有竞争力。

表：配方颗粒备案数靠前的企业备案品种数

企业	国标+省标	国标	省标	公司所在地	公司数
一方	488 (1380)	199 (643)	289 (737)	广东、广西、江西、陕西、山东	5
天江	488 (996)	200 (501)	288 (495)	江苏、云南、四川	3
华润三九	468	198	270	广东	1
红日药业	433 (1810)	200 (987)	233 (823)	北京、湖北、重庆、河南、甘肃	5
神威药业	419 (762)	200 (400)	219 (362)	河北、云南	2
以岭药业	453	200	253	河北	1
新绿色药业	444	196	248	四川	1
春风一方	427	196	231	北京	1
九洲方圆	401	200	201	安徽	1
贵州同济堂	401	185	216	贵州	1
新汇制药	392	185	207	湖南	1
青州尧王	390	185	205	山东	1
康缘药业	366	192	174	江苏	1
天地恒一	356	186	170	湖南	1
百神药业	355	183	172	江西	1

资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理 注：数据截至2022年12月31日；括号内为企业所有公司备案记录数累加，不包含跨省互认备案

头部四家企业备案数量和覆盖面均领先，第二梯队企业区域性明显（2）



■ 头部四家企业全国备案，第二梯队企业区域性明显，以重点省份备案为主。中药配方颗粒行业头部四家企业天江、一方、华润三九、红日药业在全国31个省（市、自治区）均有备案覆盖，且备案数（国标+省标）均超过180个，头部四家企业在各省备案数（国标+省标）占比为18%-70%，平均占比34%。第二梯队企业以重点省份备案为主，在公司所在地及部分医药发达省份备案数较多，其余省份未覆盖备案或备案数较少，区域性明显。天江、一方、华润三九、红日药业在备案数量和覆盖面方面均领先，头部优势较明显。

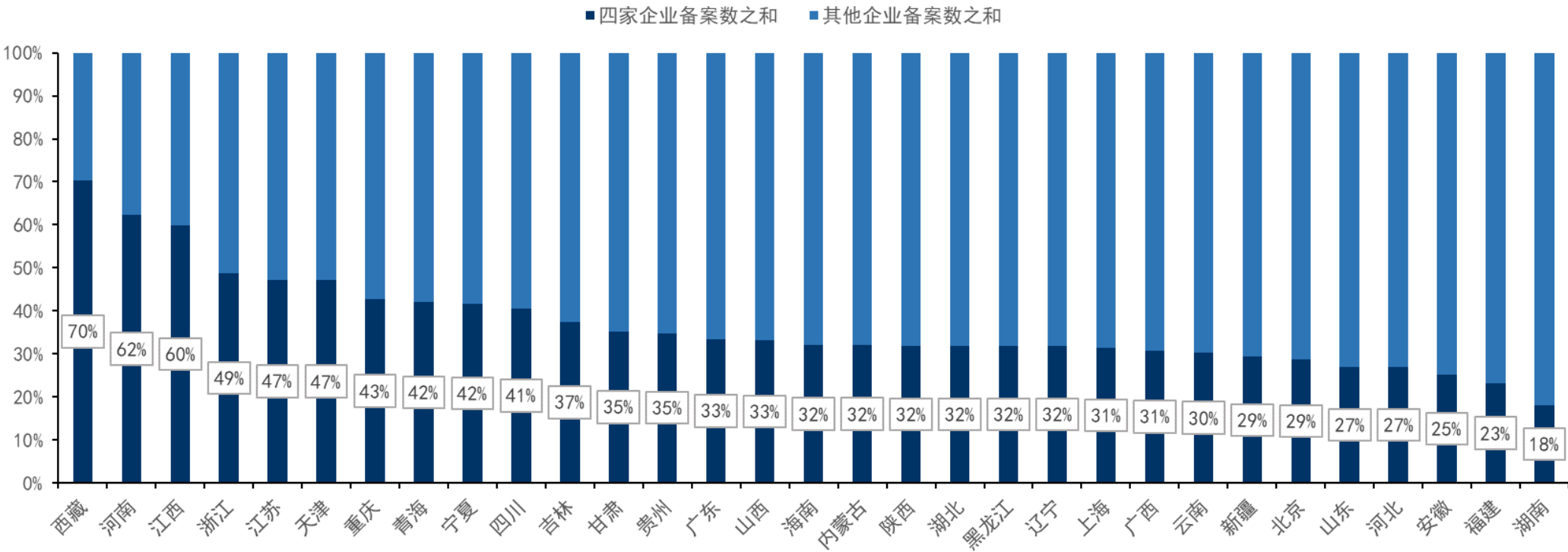
表：头部和第二梯队企业在部分省份备案数

企业	所在地备案数	山东	安徽	江苏	浙江	上海	河南	江西	西藏	吉林
一方	488(广东)	428	434	388	200	198	202	407	482	332
天江	488(江苏)	397	488	404	205	199	201	379	487	337
华润三九	468(广东)	358	353	372	180	180	196	304	420	276
红日药业	433(北京)	294	335	325	183	200	300	321	432	279
神威药业	419(河北)	334	199	346	10	199	42	189	14	2
以岭药业	453(河北)	325	194	388	0	0	42	0	0	276
新绿色药业	444(四川)	334	204	373	166	197	196	223	440	232
春风一方	427(北京)	200	195	195	0	0	0	0	0	195
九洲方圆	401(安徽)	322	282	400	0	0	1	0	0	286
贵州同济堂	401(贵州)	304	0	0	0	0	0	0	0	0
新汇制药	392(湖南)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
青州尧王	390(山东)	390	0	0	0	5	0	0	0	0
康缘药业	366(江苏)	199	366	0	0	0	0	0	0	0
天地恒一	356(湖南)	186	0	186	0	186	0	0	0	186
百神药业	355(江西)	226	0	240	0	0	0	355	0	0

资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理 注：数据截至2022年12月31日，所在地为母公司所在地

头部四家企业备案数量和覆盖面均领先，第二梯队企业区域性明显（3）

图：天江、一方、华润三九、红日药业在各省备案数占比



资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理 注：数据截至2022年12月31日

- [01] 2022年底天江、一方、三九、红日备案情况一览
- [02] 第二梯队企业区域性明显
- [03] 配方颗粒行业前景四问四答
- [04] 投资建议
- [05] 行业动态及往期报告回顾

■ 关于竞争：政策放开后行业竞争是否会加剧？

- ✓ 政策的放开代表牌照壁垒的取消，从形式上门槛降低。从实质来看，一方面龙头企业在渠道、品种方面优势明显，护城河仍在，另一方面全国标准的统一，意味着质量管理更加规范化，龙头企业通过参与行业标准的制定，有望将相当一部分质量不达标的新进入者拒之门外，不断巩固先发优势和龙头地位。

■ 关于利润：标准提高带动成本上扬，相关企业盈利能力是否承压？

- ✓ 试点结束后，已有国标品种需符合相应要求，无国标品种需符合使用地省标，带来成本上扬。但由于：1) 当前中药配方颗粒行业竞争格局良好，有效玩家数目有限；2) 除个别省份限价外，绝大部分地区采用企业自主定价、与医院招标或谈判。因此，我们预计存量玩家为维持企业良好的竞争格局将维持稳定的价格体系，同时兼顾终端患者的接纳度及产品质量的提升。预计价格上涨幅度将覆盖成本上扬，并有望通过提价获得更高的毛利润水平。

■ 关于集采：如何看待中药配方颗粒全国集采的时间及降幅？

- ✓ 时间维度：中药配方颗粒常用品种约400~600种，标准制定稳步进行，但从当前情况来看，仅形成200个品种。我们认为：类比于仿制药一致性评价是化药集采的大前提，中药配方颗粒的标准制定是其进行集中采购的先决条件。由此可以看出，当前中药配方颗粒的全国集采时机或未完全成熟，我们认为存在一定的时间窗口。
- ✓ 降幅维度：与化药的生产成本相对固定所不同，中药配方颗粒上游对应的是中药饮片及中药种植业。由于气候、自然灾害等不可控因素的存在，其生产成本波动性较大。中药配方颗粒的资源属性决定其降幅相较于化药品种有望更加缓和。

■ 关于空间：如何看待行业规模与增长逻辑？

- ✓ 覆盖深度方面：多家企业有望入局，共同推动患者教育。摆脱“试点”限制后，中药配方颗粒在市场开拓中面临的阻力有望显著降低，国家级层面政策支持叠加多玩家同步进行患者教育，将共同推动中药配方颗粒在医生、患者心中认可度的提升，扩大产品的应用频率、应用人群和应用疾病领域。
- ✓ 覆盖广度方面：销售范围拓宽，二级及其以上中医院→具有中医执业的各级医疗机构。根据《中国统计年鉴（2019年）》，我国卫生机构（含医院）106万家，基层医疗卫生机构102万家，医院3.5万家。其中：综合医院20133家、专科医院9021家、中医医院4426家，预计二级及其以上中医院数量仅为2500家左右。配方颗粒的使用终端由二级以上中医院拓展至所有具备中医执业的各级医疗机构，使用范围大大增加，有望迎来数倍增长空间。
- ✓ 空间估算：我国中药饮片市场约~2000亿元规模，参照颗粒占饮片的比例日本~80%，假设我国中药配方颗粒对中药饮片替代率35%、中药配方颗粒价格较中药饮片价格高出50%，则中药配方颗粒对应市场空间约1050亿元，较当前市场有数倍增幅。

一问行业竞争是否加剧？——门槛名降实升

- **形式上：门槛降低，牌照壁垒不再。**试点企业牌照优势不再，意味着国内中药配方颗粒20余年的研究探索进入新的里程，试点企业弱竞争和相对垄断局面可望打破。
- **实质重于形式：渠道/品种/质量/产能及上游资源铸就多方位护城河。**从实质来看，一方面龙头企业在渠道、品种方面优势明显，护城河仍在，另一方面全国标准统一后，质量管理有望更加规范化，龙头企业通过参与行业标准的制定，有望将相当一部分质量不达标的新进入者拒之门外，不断巩固先发优势和龙头地位。
- ✓ **壁垒一：2B渠道。**医院对于企业中药配方颗粒产品的认可度建立在长期的沟通、改进和磨合基础之上，进入难度大，但粘度高，准入后存在长期稳定性，如不发生特殊事故替换可能性小。根据《关于规范中药配方颗粒管理的通知》：试点医疗机构为二级及以上中医医院，先发企业具备明显渠道优势，在二级及其以上中医院先发优势表现更为明显。中国中药、华润三九、红日药业等先发企业最早获批国家试点，借助先发优势，在存量医疗机构的份额将持续稳定；同时，借助前期经验及口碑，后续渠道扩张也有望更为顺利。
- ✓ **壁垒二：品种。**单张中药方通常涉及十几味甚至几十味中药材，其中哪怕一味药材的缺失也将对医生开方产生强烈不便，因此医院对于企业能稳定供应的配方颗粒品种有较高要求，品种的类型、数目及稳定供应能力是医院选择供应商的重要指标。
- ✓ **壁垒三：质量。**以往国家未形成统一炮制要求，营收几百万级别的小企业得以生存。随着检测水平提高，很多不符合药典标准的药品面临出清，质量获得更多重视、处罚力度变大、行业面临洗牌。配方颗粒的生产规范和质量标准需遵循《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求》，在有效成分、农残、重金属等多方面均有定量标准限定，对配方颗粒企业及其产品提出了更多的要求。先发企业参与标准制定，将更快适应新标。以中国中药为例，在首批160个品种标准中，公司89个品种标准被采用，大大减少公司适应标准的时间，是严格标准下的受益者。
- ✓ **壁垒四：产能及上游资源。**上游资源方面，中药配方颗粒需与农业对接，需保证原材料的充分供给、道地药材的稳定性；工业生产方面，前期面临着长期的资本开支投入。以中国中药为例，公司充分考虑内部资源的集成优化和集中配置，以中药配方颗粒和中成药工业规划发展需求作前瞻性部署，在原有基地的基础上，通过投资新建、技术改造等方式，加快配套提取基地建设，为现代中药制造平台的规划发展提供前处理能力的保障，同时借助国药集团在上游药材资源多年的产业经验，在多个道地药材和当地种植基地合作，坚持药材大品种经营策略，扩大部分重点道地药材种植基地规模，为未来符合中药产品对药材溯源以及药材品质的要求打好基础，前期资本投入极大。

图：中药配方颗粒行业主要壁垒

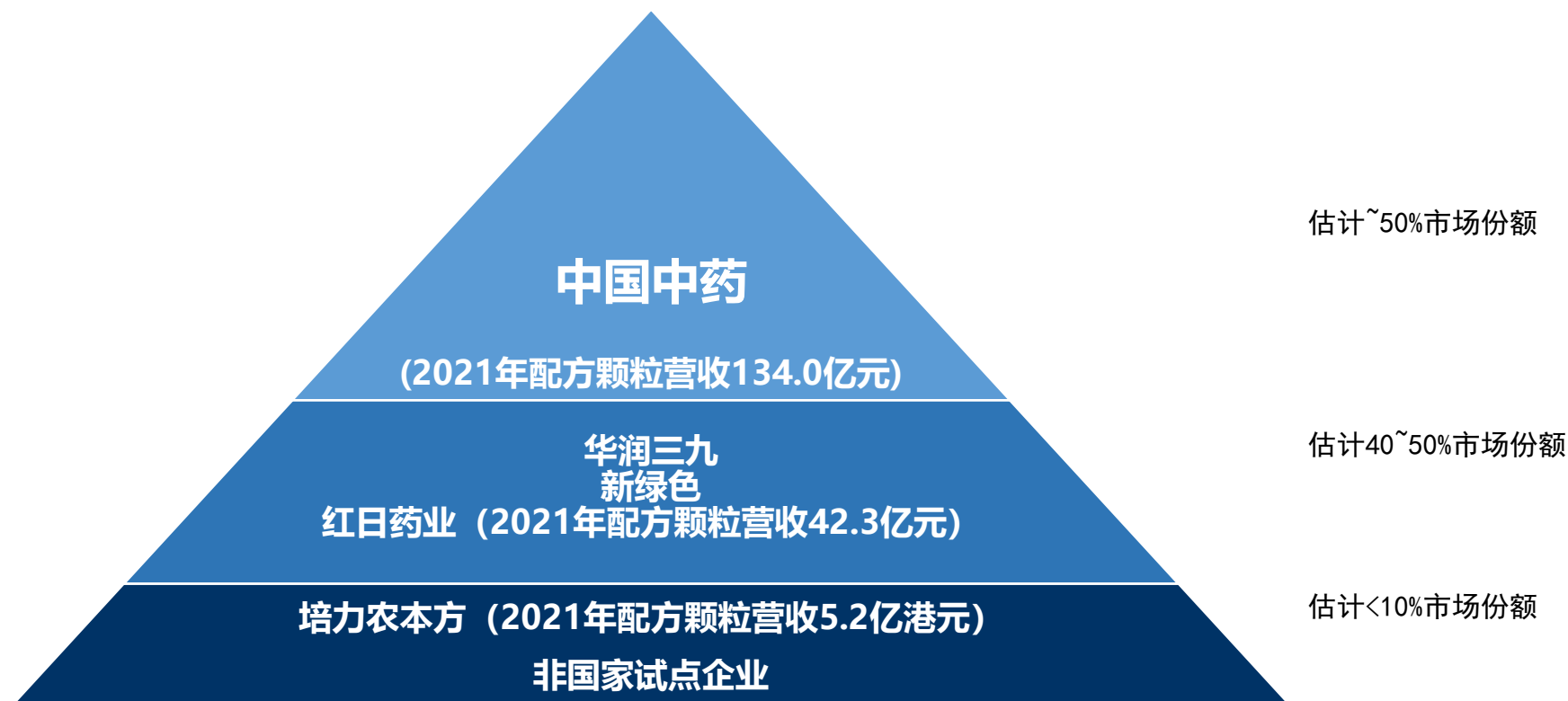


资料来源：国信证券经济研究所整理

一问行业竞争是否加剧？一格局并未生变

- 试点期间国家及各省共发放牌照60余张，但格局并未生变。我们认为可能原因在于：1）对于饮片生产企业而言，其主要进行粗加工，难以具备高度机械化能力，切入中药配方颗粒领域具备一定技术难度；2）对于中成药企业而言，其业绩贡献主要为几个或几十个产品，不具备同时生产全面产品的能力，品种上将有一定限制。
- 六家国家牌照企业占据绝大部分市场份额。第一梯队中国中药（下属公司天江、一方）占据约一半市场份额；第二梯队、华润三九、新绿色、红日药业（下属公司康仁堂）占据约一半市场；培力及非国家试点企业（如：神威药业）占据剩余少量市场份额。

图：中药配方颗粒行业竞争格局（2021年）



资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理、估算

*中国中药、红日药业、培力农本方营收数据来源于公司公告，市场份额为国信证券经济研究所估算

二问成本上扬后利润是否承压？——毛利率或将下滑

- 新标准对配方颗粒进行全流程、多角度限定，标准提升带来成本上扬。国家药典委结合试点工作经验组织审定中药配方颗粒的国家药品标准，分批公布。省级药品监督管理部门制定的标准应当符合《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求》的规定。试点结束后，已有国标品种需符合相应要求，无国标品种需符合使用地省标。标准对中药配方颗粒的来源、制备方法、性状、鉴别方法、特征图谱、浸出物、当量换算、储存、含量测定方法及测定结果等各个方面进行了全面的限定，标准提升带来成本上扬。

表：配方颗粒试点统一标准（以紫菀配方颗粒为例）

项目	内容	备注
来源	菊科植物紫菀Aster tataricus L.f.的干燥根和根茎。	经炮制并按标准汤剂的主要质量指标加工制成
制法	紫菀饮片1500g，加水煎煮，滤过，滤液浓缩成清膏（干浸膏出膏率为33%~50%），加辅料适量，干燥（或干燥，粉碎），再加辅料适量，混匀，制粒，制成1000g。	
鉴别	实验组：取1g，研细，加水10ml使溶解，用乙酸乙酯振摇提取2次，每次20ml，合并乙酸乙酯液，蒸干，残渣加甲醇1ml使溶解，作为供试品溶液。 对照组：紫菀药材2g，加水50ml，煎煮30分钟，滤过，滤液浓缩至10ml，同法制成对照药材溶液。 TLC方法：照薄层色谱法（中国药典2015年版通则0502）试验，吸取供试品溶液5μl，对照药材溶液10μl，分别点于同一硅胶G薄层板上，以石油醚（30~60℃）-二氯甲烷-乙酸乙酯-甲醇（5：3：2：1）为展开剂，展开，取出，晾干，在紫外光（365nm）下检视。供试品色谱中，在与对照药材色谱相应的。	供试品色谱中，在与对照药材色谱相应的位置上，显相同颜色的荧光斑点。
特征图谱	照高效液相色谱法（中国药典2015年版通则0512）测定。	
浸出物	照醇溶性浸出物测定法（中国药典2015年版通则2201）项下的热浸法测定，用乙醇作溶剂，不得少于14.0%。	
规格（当量）	每1g配方颗粒相当于饮片1.5g。	
贮藏	密封。	

资料来源：NMPA，国信证券经济研究所整理

二问成本上扬后利润是否承压？——毛利有望提升

- 出厂价提升有望覆盖成本上扬。配方颗粒的销售采用直销/分销的模式，除个别省份限价外，绝大部分地区采用企业自主定价、与医院招标或谈判。当前中药配方颗粒行业竞争格局良好，有效玩家数目有限，我们预计存量玩家为维持企业良好的竞争格局将维持稳定的价格体系，同时兼顾终端患者的接纳度及产品质量的提升。预计价格上涨幅度将覆盖成本上扬。假设涨价前1当量中药配方颗粒出场价格为100元，毛利率70%，即成本30元；假设执行新标准后成本上扬100%，即1当量中药配方颗粒成本60元，当出厂价上调30%时（即出厂价130元）即可覆盖成本上扬。

表：中药配方颗粒价格、成本弹性测算

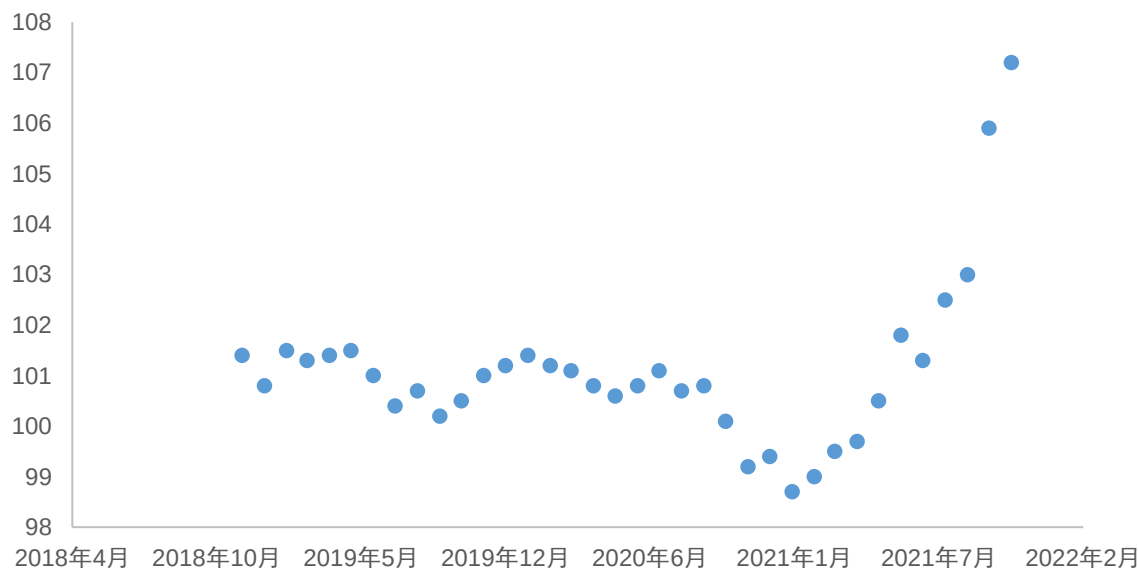
单位当量配方颗粒毛利 变化情况/%		中药配方颗粒成本上扬幅度/%												
		0%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%
价格上涨 幅度/%	0%	0%	-9%	-13%	-17%	-21%	-26%	-30%	-34%	-39%	-43%	-47%	-51%	-56%
	10%	14%	6%	1%	-3%	-7%	-11%	-16%	-20%	-24%	-29%	-33%	-37%	-41%
	20%	29%	20%	16%	11%	7%	3%	-1%	-6%	-10%	-14%	-19%	-23%	-27%
	30%	43%	34%	30%	26%	21%	17%	13%	9%	4%	0%	-4%	-9%	-13%
	40%	57%	49%	44%	40%	36%	31%	27%	23%	19%	14%	10%	6%	1%
	50%	71%	63%	59%	54%	50%	46%	41%	37%	33%	29%	24%	20%	16%
	60%	86%	77%	73%	69%	64%	60%	56%	51%	47%	43%	39%	34%	30%
	70%	100%	91%	87%	83%	79%	74%	70%	66%	61%	57%	53%	49%	44%
	80%	114%	106%	101%	97%	93%	89%	84%	80%	76%	71%	67%	63%	59%
	90%	129%	120%	116%	111%	107%	103%	99%	94%	90%	86%	81%	77%	73%
	100%	143%	134%	130%	126%	121%	117%	113%	109%	104%	100%	96%	91%	87%
	110%	157%	149%	144%	140%	136%	131%	127%	123%	119%	114%	110%	106%	101%
	120%	171%	163%	159%	154%	150%	146%	141%	137%	133%	129%	124%	120%	116%
	130%	186%	177%	173%	169%	164%	160%	156%	151%	147%	143%	139%	134%	130%
	140%	200%	191%	187%	183%	179%	174%	170%	166%	161%	157%	153%	149%	144%
	150%	214%	206%	201%	197%	193%	189%	184%	180%	176%	171%	167%	163%	159%

资料来源：国信证券经济研究所分析、测算

三问集采可能？——资源属性决定其未来集采降幅有望更加缓和

- **对于未来集采的降幅考量：**中药配方颗粒的资源属性决定其降幅相较于化药品种有望更加缓和。与化药的生产成本相对固定所不同，中药配方颗粒上游对应的是中药饮片及中药种植业。由于气候、自然灾害等不可控因素的存在，其生产成本波动性较大。我们认为：中药配方颗粒的资源属性决定其在集中采购中的降幅相较于化药品种有望更加缓和。
- **集采将进一步巩固头部企业的行业地位。**根据2月10日《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，中药配方颗粒的生产企业应具备饮片炮制、提取、浓缩、干燥、制粒等完整的生产能力，并制定每个品种详细的生产工艺、标准操作规程，严格执行药品生产质量管理规范（GMP）中的有关规定；中药配方颗粒生产所需中药材，凡是能人工种植养殖的，应当优先使用来源于符合中药材生产质量管理规范要求的中药材种植养殖基地的中药材。在此高标准、要求之下，行业门槛名降实升，我们认为：从中期维度考虑，中药配方颗粒行业的竞争格局不会发生大的变化，行业竞争迅速加剧的可能性较小，严格的管理要求将限制中小企业参与行业竞争；同时，当前中药配方颗粒行业的整体毛利率水平约60%-75%，销售费用维持在30%左右水平，配方颗粒的集采有望进一步压缩中间环节的空间，将行业的竞争要素转移至质量、成本及口碑。

图：中药饮片加工工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)

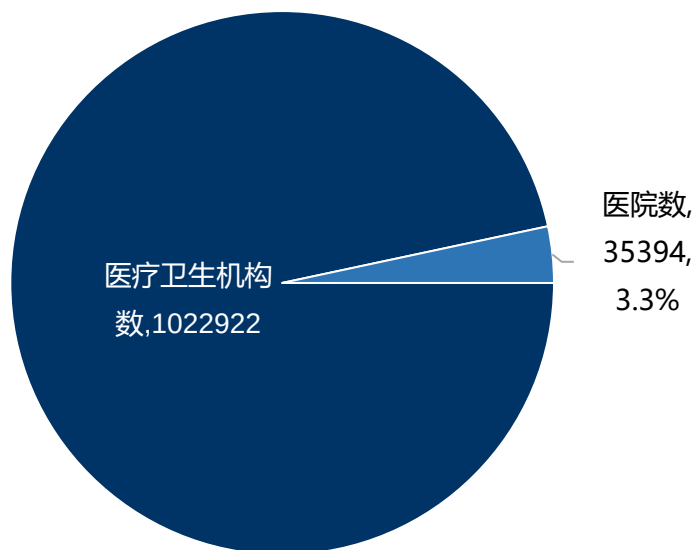


资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

四问行业空间？—数倍扩容

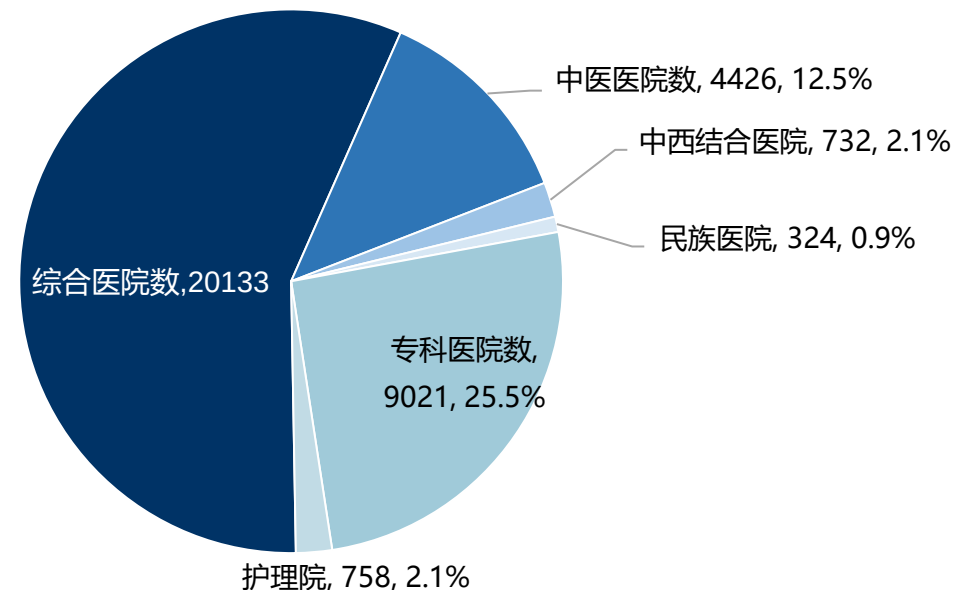
- 多家企业有望入局，共同推动患者教育。中药配方颗粒试点结束意味着参与企业不再受到牌照限制，由以往的牌照管理变成了过程管理及质量管理，必将吸引更多玩家参与。摆脱“试点”限制后，中药配方颗粒在市场开拓中面临的阻力有望显著降低，国家级层面政策支持叠加多玩家同步进行患者教育，将共同推动中药配方颗粒在医生、患者心中认可度的提升，扩大产品的应用频率、应用人群和应用疾病领域。
- 销售范围拓宽：二级及其以上中医院→具有中医执业的各级医疗机构。根据《中国统计年鉴（2019年）》，我国卫生机构（含医院）106万家，基层医疗卫生机构102万家，医院3.5万家。其中：综合医院20133家、专科医院9021家、中医医院4426家，预计二级及其以上中医院数量仅为2500家左右。配方颗粒的使用终端将由二级以上中医院拓展至所有具备中医执业的各级医疗机构，使用范围大大增加，有望迎来数倍增长空间。

图：中国医疗机构分布（家，%）



资料来源：《中国统计年鉴（2020年）》，国信证券经济研究所整理

图：中国医院分布（家，%）



资料来源：《中国统计年鉴（2020年）》，国信证券经济研究所整理

- [01] 2022年底天江、一方、三九、红日备案情况一览
- [02] 第二梯队企业区域性明显
- [03] 配方颗粒行业前景四问四答
- [04] 投资建议
- [05] 行业动态及往期报告回顾

报告摘要：三九、一方22年四季度单季新增备案数居前

- **看存量，天江、一方备案总数保持领先，天江、一方、华润三九、红日药业**在各省平均备案数（国标+省标）分别为348、353、299、306个/省。国标方面，头部4家企业国标备案数目接近，均已基本完成已出国标品种在各省的备案工作，天江、一方、华润三九、红日药业在各省的平均国标备案数分别为199、198、189、199个/省；省标方面，备案进度呈现明显差异性，天江、一方、华润三九、红日药业在各省的平均省标备案数分别为149、155、110、107个/省，在各自的强势地区（通常为公司所在地）拥有较多备案数。
- **观增量，22Q4无新国标公示及颁布实施，国标备案饱和，省标备案持续推进。**天江、一方、华润三九、红日药业22Q4在各省的平均新增备案数（国标+省标）分别为32、58、62、32个/省，其中：华润三九和一方备案推进积极，新增备案数领先，31省总计新增备案数（国标+省标）分别为1931、1789个；天江和红日药业备案推进平稳，31省总计新增备案数（国标+省标）分别为985、990个。**三九、一方22Q4新增备案数居前。**
- **头部四家企业备案数量和覆盖面均领先，第二梯队企业区域性明显。**行业头部四家企业天江、一方、华润三九、红日药业在全国31个省（市、自治区）均有备案覆盖，各省备案数（国标+省标）均接近或超过300个，**头部四家企业在各省备案数（国标+省标）占比为18%-70%，平均占比34%。**第二梯队企业以重点省份备案为主，在公司所在地及部分医药发达省份备案数较多，其余省份未覆盖备案或备案数较少，区域性明显。
- **备案进度略低于我们此前预期：4家头部企业已在大部分省份完成接近或超过300个品种的备案。**对于等级医院而言，通常需要300个以上的常用品种才能满足80-90%以上的组方需求，以300个备案数（国标+省标）为界，天江、一方、华润三九、红日药业分别在24、26、17、21个省（市、自治区）备案数超过300个，12月底相较9月底分别增加5、10、12、15个省份，即4家头部企业已在大部分省份完成接近或超过300个品种的备案；由于目前已颁布实施国标的品种中存在~30个不常用品种，如若将其剔除、以330个备案数（国标+省标）为界，天江、一方、华润三九、红日药业分别在19、20、12、9个省（市、自治区）备案数超过330个，12月底相较9月底分别增加4、8、9、7个省份，天江、一方已在大部分省份完成超过330个品种的备案，华润三九、红日药业仍稍显不足。
- **风险提示：中药配方颗粒标准颁布实施不及预期，中药配方颗粒备案不及预期，行业竞争加剧风险，集采风险，疫情反复风险**
- **投资建议：**总体来看，22Q4并无新国标公示及颁布实施，国标出台进度偏缓，叠加公共假期、疫情防控政策优化等因素影响下的社会资源分配变化，备案进度略低于我们此前预期。**短期维度**从单季环比来看，随着备案数的增加、医院诊疗的逐步恢复，中药配方颗粒行业逐季改善；**中期维度**从同比来看，标准切换所带来的行业阵痛造成2022年的低基数，2023年下半年有望迎来超过300个国标，预计行业将在2023年迎来同比高增长；**长期维度**从竞争、利润、集采、空间出发，我们看好中药配方颗粒行业的发展趋势，**推荐买入：华润三九、中国中药，推荐增持：红日药业。**

中国中药：配方颗粒短期承压，环比持续好转

- ✓ **受中药配方颗粒新旧标准切换影响，公司业绩短期受挫。**2022H1公司实现营收59.12亿元（-27.46%），归母净利润4.14亿元（-55.52%），扣非归母净利润3.51亿元（-60.68%）。中药配方颗粒实现营收27.62亿元（-49.09%），毛利率61.6%（-9.9pp），对公司上半年整体业绩有所拖累。
- ✓ **供给、需求双重作用下，颗粒行业2022H1经历阵痛。**中药配方颗粒行业处于标准转换期：1）从需求端来看，2021年四季度企标品种大量发货透支22年一季度发货需求；2）从供给端来看，2021年11月起配方颗粒生产企业不能再对企标品种进行生产，导致公司2022年上半年企标产品供给受限，叠加国标及各省省标的颁布实施及备案缓慢导致公司新标品种数目不足，医生组方产生较大限制，颗粒业务2022年上半年经历阵痛。
- ✓ **随着新标的制定及备案提速，颗粒业务有望环比持续好转。**根据NMPA数据，公司标准备案工作有序推进，除个别省外，天江、一方在大部分地区已基本完成国标备案，但省标备案进度各省不一。随着公司持续推进国省标的研究制定与销售备案，新标体系有望持续完善，配方颗粒业务有望环比持续好转。
- ✓ **其他业务稳健，全产业链布局下各业态发展良好。**公司坚持中药大健康全产业链高质量发展，优化六大板块业务布局。2022上半年，除中药配方颗粒，其余板块均实现营收同比增长。中药材方面，积极开展种质资源建设和溯源管理，实现中药源头的质量提升和标准化生产；中药饮片方面，发挥代煎代配业务优势，便捷高效的新业务模式获得群众认可；中药大健康产品方面，特色新品+OEM/ODM代工模式促进发展；中成药方面，临床大品种培育和线上渠道拓展推动业务回暖；国医馆方面，积极进行业务模式+产品技法创新，疫情影响下实现业务稳中向好。全产业链布局下，各项业务相互赋能，持续提升公司抗风险能力及业绩稳定性。
- ✓ **风险提示：配方颗粒新标颁布及备案不及预期；集采风险；疫情反复**
- ✓ **投资建议：配方颗粒短期承压，环比持续好转，维持“买入”评级。**公司是中药配方颗粒龙头，随着行业标准体系逐步完善，公司业绩有望持续改善，维持“买入”。

华润三九：单三季度归母净利润同比增长38.12%，感冒药恢复良好



- ✓ **单三季度营业收入、归母净利润均实现双位数增长。**2022 前三季度公司实现营收121.11亿元（+7.53%），归母净利润19.52亿元（+11.17%），扣非归母净利润17.83亿元（+10.08%）。其中三季度单季营收37.10亿元（+10.99%），归母净利润5.19亿元（+38.12%），扣非归母净利润4.51亿元（+27.17%）。经历上半年疫情扰动后，在CHC业务带动下，三季度营收、利润实现双增长。得益于销售费用的良好控制，利润端增速亮眼。
- ✓ **“四类药”管控政策整体趋缓，三季度感冒药恢复较好。**2022上半年疫情期间“四类药”（退烧、止咳、抗菌素、抗病毒）管控严格，公司感冒品类营收受挫。随着6月下旬第九版新冠疫情防控方案的出台，终端销售逐步规范，公司感冒药销售也逐渐回归正常状态，带动CHC业务增长。目前，新疆等地已宣告杜绝禁止销售“四类药”，预计“四类药”管控政策整体上持续趋缓，步入规范化，叠加四季度呼吸类疾病高发期，感冒品类将迎来旺季。
- ✓ **CHC核心竞争力持续强化，配方颗粒业务有望逐步恢复。**2022前三季度CHC业务稳健，除感冒药持续恢复外，儿科、胃药、皮肤药同样表现良好。CHC是公司核心业务，有望通过“品牌建设+产品升级+线上线下渠道布局深化”持续强化竞争力，巩固行业领先地位。处方药业务中，注射剂业务受到疫情和集采叠加影响有所下滑，易善复、诺泽等增长较好。国药业务中，配方颗粒业务受限于品种不足仍处阵痛期，饮片的快速增长有望部分弥补配方颗粒的下滑，随着后续更多国标品种出台，配方颗粒业务有望逐步恢复。
- ✓ **风险提示：疫情反复；配方颗粒推进及新品推出不及预期；商誉减值风险**
- ✓ **投资建议：CHC核心优势持续，维持“买入”评级。**“四类药”管控政策趋缓，CHC业务持续增长，维持盈利预测，预计2022-2024年收入169.21/195.15/224.99亿元，同比增速10.45%/15.33%/15.29%，归母净利润23.72/27.51/31.74亿元，同比增速15.91%/15.95%/15.38%，当前股价对应PE=21/18/15x。公司是品牌OTC龙头，随着CHC核心竞争持续强化、行业地位不断巩固，叠加配方颗粒业务逐步恢复，业绩有望稳中向好，维持“买入”。

红日药业：国标颁布偏缓，配方颗粒承压

- ✓ **前三季度业绩承压。**2022前三季度公司实现营收49.00亿元（-10.68%），归母净利润4.70亿元（-26.15%），扣非归母净利润4.10亿元（-34.10%）。其中三季度单季营收15.89亿元（-20.58%），归母净利润1.18亿元（-40.63%），扣非归母净利润0.99亿元（-50.00%）。前三季度营收、利润均同比下滑，利润端下滑幅度大于收入端。
- ✓ **配方颗粒国标颁布缓慢，品种仍存不足，业务恢复不及预期。**目前国标品种仅颁布实施200个，而5月份公示的50个国标仍未正式颁布，导致近两月公司在国标备案上未有较大进展；省标方面，各省品种数量、品种参数等存在较大差异且互认度低，给省标备案带来困难。省标备案难度较大叠加国标颁布缓慢导致公司可销售的新标品种数不足，销量受到较大影响，业务恢复缓慢。
- ✓ **配方颗粒长期前景广阔，有望迎来数倍扩容。**自2021年试点结束后，配方颗粒的使用终端将由二级以上中医院拓展至所有具备中医执业的各级医疗机构，使用范围大大增加，有望迎来数倍增长空间。目前行业虽受限于品种数量短期受挫，但长期前景广阔，作为中药现代化的重要一步，配方颗粒标准化势不可挡，随着后续国标品种颁布实施，配方颗粒行业将逐步恢复，有望于2023年迎来拐点，进入市场扩容的机遇期。
- ✓ **产品线丰富，全产业链布局。**公司以研发精药、生产良药为己任，专注重症领域、肿瘤及免疫、心脑血管、呼吸系统、神经退行性疾病领域的研究与创新，业务横跨成品药、中药配方颗粒及饮片、原辅料、医疗器械、医疗健康服务、药械智慧供应链等六大领域。随着业务领域拓展，公司从优秀中药产品制造商向卓越大健康产业服务提供商不断转型。
- ✓ **风险提示：疫情反复；配方颗粒推进及新品推出不及预期；商誉减值风险**
- ✓ **投资建议：国标颁布势在必行，配方颗粒有望迎来恢复，维持“增持”。**配方颗粒国标颁布势在必行，标准制定和发布将提速，随着年底和明年国标陆续出台，业务将迎来拐点，获得强势恢复。预计2022-2024年收入65.66/81.33/98.02亿元，同比增速-14.40%/+23.87%/+20.52%，归母净利润5.53/7.13/9.39亿元，同比增速-19.50%/+28.86%/+31.66%，当前股价对应PE=32/25/19x。综合绝对估值和相对估值，公司合理估值为7.10-8.22元，考虑到公司是配方颗粒领先企业，成品药、医疗器械等多业务布局完善，维持“增持”评级。

- [01] 2022年底天江、一方、三九、红日备案情况一览
- [02] 第二梯队企业区域性明显
- [03] 配方颗粒行业前景四问四答
- [04] 投资建议
- [05] 行业动态及往期报告回顾

表15：近一月中药配方颗粒行业政策事件汇总

时间	政策/事件	部门	内容
2022/8/30	《关于开展中药配方颗粒产品信息维护的通知》	国家医保局(国家医保信息业务编码标准数据库动态维护)	各企业获得药品监督管理部门上市/跨省销售备案号的中药配方颗粒要对产品信息进行维护。相关信息经审核通过后将纳入国家医保信息业务编码标准数据库，供各地医疗保障部门使用。
2022/8/31	《关于印发医保中药配方颗粒统一编码规则和方法的通知》	国家医保局	配方颗粒编码在现有中药饮片编码规则基础上，借鉴西药、中成药编码规则制定，由7部分组成，包括中药配方颗粒企业码、中药配方颗粒规格包装码、道地药材标识码、中药配方颗粒名称码、功效分类码、中药配方颗粒标准分类码和中药配方颗粒标识码，共20位，通过大写英文字母和阿拉伯数字按特定顺序排列表示
2022/9/1	《关于中药配方颗粒国家药品标准（2022年第二期）的公示》	药典委	形成了2022年第二期19个中药配方颗粒拟公示标准，公示期三个月
2022/9/6	《关于鼓励企业和社会第三方参与中药标准制定修订工作有关事项的公告》	NMPA	全面构建政府引导、企业为主、社会参与、开放融合的中药标准工作新格局，充分发挥社会力量在标准工作中的重要作用
2022/9/14	《河南省“十四五”中医药发展规划》	河南省人民政府办公厅	提到支持中配配方颗粒、新型中药饮片等的研发
2022/9/23	关于做好中药配方颗粒挂网采购和医保支付工作的通知	河北省医保局	国家或省质量标准的中药配方颗粒与已纳入医保基金支付范围的中药饮片相对应的品种，纳入河北省医保支付范围。定点医疗机构以最低挂网价格购进，可顺加15%销售。纳入医保支付范围的中药配方颗粒，按同一名称管理，不区分生产企业。11月1日起执行
2022/9/23	关于做好2022年度湖南省新增纳入《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	湖南省医保局	新增纳入中药饮片共551种，分为“传统中药饮片”和“非传统中药饮片”两部分。其中传统中药饮片部分114种，非传统中药饮片部分437种(含中药配方颗粒299种、中药超微饮片138种)
2022/11/14	《山西省药品监督管理局深化医药卫生体制改革2022年重点工作实施方案》	山西省药监局	持续推动中药配方颗粒标准制定，健全中药配方颗粒地方标准体系，满足临床用药需求。本年度争取发布不少于35个品种的中药饮片炮制规范，发布不少于30个品种的中药配方颗粒标准，有效推进中药地方标准工作
2022/11/30	《药品网络销售禁止清单（第一版）》	NMPA	中药配方颗粒等纳入禁止网售清单，自2022年12月1日起施行

资料来源：NMPA、国家和各省医保局、药典委、政府网、国信证券经济研究所整理

■ 关于竞争：政策放开后行业竞争是否会加剧？

- ✓ 政策的放开代表牌照壁垒的取消，从形式上门槛降低。从实质来看，一方面龙头企业在渠道、品种方面优势明显，护城河仍在，另一方面全国标准的统一，意味着质量管理更加规范化，龙头企业通过参与行业标准的制定，有望将相当一部分质量不达标的新进入者拒之门外，不断巩固先发优势和龙头地位。

■ 关于利润：标准提高带动成本上扬，相关企业盈利能力是否承压？

- ✓ 试点结束后，已有国标品种需符合相应要求，无国标品种需符合使用地省标，带来成本上扬。但由于：1）当前中药配方颗粒行业竞争格局良好，有效玩家数目有限；2）除个别省份限价外，绝大部分地区采用企业自主定价、与医院招标或谈判。因此，我们预计存量玩家为维持企业良好的竞争格局将维持稳定的价格体系，同时兼顾终端患者的接纳度及产品质量的提升。预计价格上涨幅度将覆盖成本上扬，并有望通过温和提价获得更高的毛利润水平。

■ 关于集采：如何看待中药配方颗粒全国集采的时间及降幅？

- ✓ 时间维度：中药配方颗粒常用品种约400~600种，标准制定稳步进行，但从当前情况来看，仅形成196个品种。我们认为：类比于仿制药一致性评价是化药集采的大前提，中药配方颗粒的标准制定是其进行集中采购的先决条件；同时，除对质量标准进行限定外，加成的取消、当量的统一亦是中药配方颗粒全国集采的大前提。由此可以看出，当前中药配方颗粒的全国集采时机或未完全成熟，我们认为或仍存在两年以上的时间窗口。
- ✓ 降幅维度：与化药的生产成本相对固定所不同，中药配方颗粒上游对应的是中药饮片及中药种植业。由于气候、自然灾害等不可控因素的存在，其生产成本波动性较大。中药配方颗粒的资源属性决定其降幅相较于化药品种有望更加缓和。

■ 关于空间：如何看待行业规模与增长逻辑？

- ✓ 覆盖深度方面：多家企业有望入局，共同推动患者教育。摆脱“试点”限制后，中药配方颗粒在市场开拓中面临的阻力有望显著降低，国家级层面政策支持叠加多玩家同步进行患者教育，将共同推动中药配方颗粒在医生、患者心中认可度的提升，扩大产品的应用频率、应用人群和应用疾病领域。
- ✓ 覆盖广度方面：销售范围拓宽，二级及其以上中医院→具有中医执业的各级医疗机构。根据《中国统计年鉴（2019年）》，我国卫生机构（含医院）106万家，基层医疗卫生机构102万家，医院3.5万家。其中：综合医院20133家、专科医院9021家、中医医院4426家，预计二级及其以上中医院数量仅为2500家左右。配方颗粒的使用终端由二级以上中医院拓展至所有具备中医执业的各级医疗机构，使用范围大大增加，有望迎来数倍增长空间。
- ✓ 空间估算：我国中药饮片市场约~2000亿元规模，参照颗粒占饮片的比例日本~80%，假设国内中药配方颗粒对中药饮片替代率35%、中药配方颗粒价格较中药饮片价格高出50%，则中药配方颗粒对应市场空间约1050亿元，较2020年200~300亿元市场有数倍增幅。

■ 推荐买入：中国中药（维持评级）、华润三九（维持评级）；推荐关注：红日药业。



- **中药配方颗粒备案平稳推进。**我们统计了天江、一方、华润三九、红日药业4家头部企业在各个省（市、自治区）的中药配方颗粒品种备案情况。综合考虑国标与省标备案，截至2022年9月27日：以400个备案数为界，天江、华润三九暂无省份（市、自治区）备案数超过400个，一方、红日药业分别在北京、广东备案数超过400个；以330个备案数为界，天江、一方、华润三九、红日药业分别在13、10、1、2个省（市、自治区）备案数超过330个；以200个备案数为界，天江、一方、华润三九、红日药业分别在25、24、17、26个省（市、自治区）备案数超过200个。
- **各省备案进度差异性大，广东、安徽、陕西、山东较快，湖南最慢。**各省备案进度由省标颁布实施进度、地方保护程度、当地部门响应速度等多方面因素所决定：广东省备案进度最快，天江、一方、华润三九、红日药业在广东省的新标备案数目分别为381、413、374、296个；其次为安徽省、陕西省和山东省，四家头部企业在当地的新标备案数均接近或超过300个；备案进度推进最慢的为湖南省，天江、一方在湖南省的新标备案数目分别为16、15个，华润三九、红日药业在湖南省内暂无新标备案。除此之外，四家头部企业在各省的新标备案进度存在明显差异，在各自的强势地区（通常为公司所在地）拥有较多备案数目，例如：天江在江苏省（391个），一方、华润三九在广东省（分别为413、374个），红日药业在北京市（400个）。
- **当前部分地区备案数目仍存不足，预计4家头部企业备案工作有望于2022年Q4基本完成，即在绝大部分省份完成接近或超过350个品种的备案。**对于等级医院而言，通常需要300个以上的常用品种才能满足80-90%以上的组方需求。结合目前备案情况，我们认为：（1）天江、一方、华润三九、红日药业分别在16、14、3、4个省（市、自治区）备案数超过300个，四家企业在部分省份备案数目仍存在不同程度的不足；由于目前已颁布实施国标的品种中存在20-30个不常用品种，如若将其剔除、以330个备案数为界，天江、一方、华润三九、红日药业分别在13、10、1、2个省（市、自治区）备案数超过330个，备案情况则更显不足。（2）尽管新标颁布实施及备案进展稍显滞后，但4家头部企业平稳推进，单家企业每月新增备案品种从几个到几十个之间不等，以此进度推算，我们预计4家头部企业备案工作有望于2022年Q4基本完成，即在绝大部分省份完成接近或超过350个品种的备案。
- **基层医疗机构及专科/民营医院或将成为标准不全时期的重点推进目标，协定方或将成为重要推进手段。**一方面，基层医疗机构及专科/民营医院对品种数目要求较低，150-200个品种即可满足一般组方要求，以200个备案数为界，天江、一方、华润三九、红日药业分别在25、24、17、26个省（市、自治区）备案数超过200个，在多数省份的备案数目可满足大部分基层及专科/民营市场的一般处方需求，叠加当前基层医疗机构及民营医院的中药配方颗粒市场较为空白、存在较大挖掘潜力及拓展空间，或将成为标准不全时期的重点推进目标。另一方面，企业根据自身当前备案情况及患者需求所开发的协定方，既能满足常见疾病的普适性需求，又能从一定程度克服当前的品种不足障碍，有望成为当前时期拓展的重要手段。
- **风险提示：中药配方颗粒标准颁布实施不及预期，中药配方颗粒备案不及预期，行业竞争加剧风险，集采风险，疫情反复风险**
- **投资建议：当前标准的不足制约行业发展，根据现有新标颁布实施、企业备案及入院切换情况，我们预计4家头部企业备案工作有望于2022年Q4基本完成、即在绝大部分省份完成接近或超过350个品种的备案，行业有望在2022年Q4-2023年H1步入高速发展期。从竞争、利润、集采、空间四个维度出发，我们看好中药配方颗粒行业中长期维度的发展趋势，推荐买入：中国中药、华润三九，推荐关注：红日药业。**

中药配方颗粒行业深度（3）——9月备案情况总结：天江、三九单月新增备案数领先（20221009）



- **看存量，天江、一方备案总数居前，天江、一方、华润三九、红日药业**在各省平均备案数（国标+省标）分别为317、295、236、274个/省。国标方面，头部4家企业国标备案数目接近，均已基本完成已出国标品种在各省的备案工作，天江、一方、华润三九、红日药业在各省的平均国标备案数分别为198、197、181、194个/省；省标方面，备案进度呈现明显差异性，天江、一方、华润三九、红日药业在各省的平均省标备案数分别为119、98、55、80个/省，在各自的强势地区（通常为公司所在地）拥有较多备案数。
- **观增量，天江、三九9月新增备案领先，前期滞后省份提速明显。**天江、一方、华润三九、红日药业9月在各省的平均新增备案数（国标+省标）分别为31、19、29、21个/省，其中：天江和华润三九备案推进积极，新增备案数领先，31省总计新增备案数（国标+省标）分别为953、914个；一方和红日药业备案推进平稳，31省总计新增备案数（国标+省标）分别为587、662个。湖南省的国标备案工作取得突破性进展，天江、一方、华润三九、红日药业9月分别在湖南省新增183、183、163、194个品种备案，截至9月27日四家企业在湖南省的备案数分别为199、198、163、194个，均为国标品种，备案提速明显。
- **头部四家企业备案数量和覆盖面均领先，第二梯队企业区域性明显。**行业头部四家企业天江、一方、华润三九、红日药业在全国31个省（市、自治区）均有备案覆盖，各省备案数（国标+省标）均超160个，头部四家企业在各省备案数（国标+省标）占比为25%-86%，平均占比39%。第二梯队企业以重点省份备案为主，在公司所在地及部分医药发达省份备案数较多，其余省份未覆盖备案或备案数较少，区域性明显。
- **维持观点：预计4家头部企业备案工作有望于2022年Q4基本完成，即在绝大部分省份完成接近或超过350个品种的备案。**对于等级医院而言，通常需要300个以上的常用品种才能满足80-90%以上的组方需求。结合目前备案情况，我们认为：（1）由于目前已颁布实施国标的品种中存在20-30个不常用品种，如若将其剔除、以330个备案数（国标+省标）为界，天江、一方、华润三九、红日药业分别在15、12、3、2个省（市、自治区）备案数超过330个，9月底相较8月底分别增加2、2、2、0个省份，备案情况仍然呈现不足。（2）尽管新标颁布实施及备案进展稍显滞后，但4家头部企业平稳推进，单家企业每月新增备案品种多在20~30个区间，以此进度推算，我们预计4家头部企业备案工作有望于2022年Q4基本完成，即在绝大部分省份完成接近或超过350个品种的备案。
- **风险提示：中药配方颗粒标准颁布实施不及预期，中药配方颗粒备案不及预期，行业竞争加剧风险，集采风险，疫情反复风险**
- **投资建议：当前标准的不足制约行业发展，根据现有新标颁布实施、企业备案及入院切换情况，我们预计4家头部企业备案工作有望于2022年Q4基本完成、即在绝大部分省份完成接近或超过350个品种的备案，行业有望在2022年Q4-2023年H1步入高速发展期。从竞争、利润、集采、空间四个维度出发，我们看好中药配方颗粒行业中长期维度的发展趋势，推荐买入：中国中药、华润三九，推荐关注：红日药业。**

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032