

“后试点”时代，政策红利多维度助推配方颗粒行业扩容，参与者强者恒强

——中药配方颗粒行业深度报告

强于大市 (维持)

2023 年 02 月 08 日

行业核心观点:

中药配方颗粒试点结束后，受益于政策红利，行业迎来扩容机遇。

原国家试点企业和部分省级试点企业在成本、技术、产能和市场方面把握先发优势，市场格局强者恒强。

投资要点:

- 受益于政策红利，配方颗粒未来有望突破千亿元规模

行业有望迎来量价齐升。1) 中药配方颗粒技术含量高于传统中药饮片，价格更高，同时，新标准提高了配方颗粒成本，配方颗粒存在提价窗口期。2) 试点结束后，备案制放开配方颗粒企业准入，行业参与者数量将增加，有能力的企业有望突破政策壁垒，参与行业竞争。其次，未来省标互认有望落地，将加速行业扩容。医疗终端门槛从二级以上中医院（含综合医院）扩大到所有医疗机构，需求增量驱动行业规模扩张。

医保支付落地驱动行业扩容。配方颗粒只能在医疗机构销售，因此医保支付对行业发展有重要意义。试点结束后，各省医保局陆续发文表明支持配方颗粒纳入医保。多个省份从 2021 年到 2023 年逐步细化配方颗粒医保支付政策，从纳入医保数量（包括新增）、支付政策（包括个人支付比例等）等方面落实。

未来随着配方颗粒对中药饮片替代率的提升，2025 年行业有望突破千亿元规模。

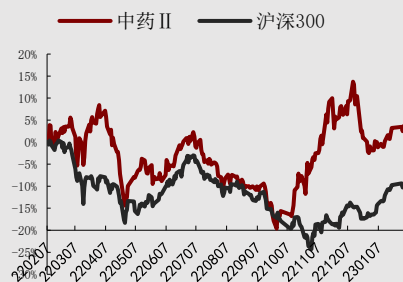
- 国六家试点企业和部分省级试点企业具备先发优势，强者恒强

国六家试点企业重视布局上游药材基地，成本管控能力强，未来竞争格局利好早期试点企业。新标准实施后配方颗粒成本上升，成本控制能力是企业生存关键，早期试点企业具备全产业链布局，而一般中成药企业由于重点生产的中成药品种数量较少，涉及的上游材料品种也有限，因此难以形成超百个品种的种植基地。

国六家试点企业和部分省级试点企业神威药业在品种数量和国标备案数量上具备优势，展现公司工艺技术和质量标准上的优势，国六家更是参与了多个国标起草。

存量市场上，医疗机构换供应商转换成本高，试点企业客户黏性强；新增市场开拓上，在各省具备分公司的龙头企业更易受益行业扩容。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

政策春风下，品牌 OTC 和配方颗粒迎机遇

分析师:

黄婧婧

执业证书编号:

S0270522030001

电话:

18221003557

邮箱:

huangjj@wlzq.com.cn

国六家企业在产能上领先行业其他参与者。生产企业产能布局是匹配市场外拓的重要基础，医院在选择合作供应商的同时也会参考企业供应持续性的问题。配方颗粒各参与者积极提升产能，国六家企业更具领先优势。

相关标的：中国中药（0570.HK）、红日药业（300026.SZ）、华润三九（000999.SZ）、神威药业（2877.HK）

风险因素：药品加成政策取消风险；集采降价超预期风险；竞争格局加剧风险；中药配方颗粒在医疗端渗透率不及预期风险；中药配方颗粒国标发布进展不达预期风险

正文目录

1 后试点时代，中药配方颗粒行业发展逻辑重塑	5
1.1 中药配方颗粒是现代化制药技术下的高毛利产物	5
1.2 从国六家试点到全面备案制，新阶段开启	7
1.3 已发布 248 个国标和近 7000 个省标，行业预计 2024 年底后迎来更大扩张	8
1.4 配方颗粒集采是长期趋势，预计降幅温和，利好优势企业	9
2 四个维度驱动行业量价齐升，2025 年规模有望破千亿	11
2.1 价格端：新标准后成本提高，终端存提价窗口期	11
2.2 供给端：备案制放开企业准入，省标互认有望加速行业扩张	12
2.3 需求端：医疗机构覆盖扩容，医生处方量提高	14
2.4 支付端：各省陆续加强配方颗粒医保支付支持力度	15
2.5 2025 年中药配方颗粒有望突破千亿规模	17
3 国六家和部分省级试点企业先发优势明显，强者恒强	19
3.1 成本：药材种植基地覆盖广，产业链前端消化成本	19
3.2 技术：品种数量和标准备案数量领先	20
3.3 产能：国六家试点产能布局领先	21
3.4 市场：下游客户粘性强，子公司布局广更易受益行业扩容	22
4 相关标的	23
4.1 中国中药：多项先发优势增厚公司护城河，保障公司龙头地位	23
4.2 红日药业：配方颗粒行业龙头，子公司设立范围广	25
4.3 华润三九：OTC 行业龙头，配方颗粒业务国六家试点企业之一	26
4.4 神威药业：省级试点企业中脱颖而出，依托本土优势再拓优势地区市场	27
5 投资建议	29
6 风险提示	29
图表 1： 中药配方颗粒是经过现代制药技术制成的新型中药饮片	5
图表 2： 中药配方颗粒优势	6
图表 3： 化药/中成药和中药饮片/中药配方颗粒相关政策比较	6
图表 4： 中药配方颗粒上市公司 2022 年上半年毛利率	7
图表 5： 中药配方颗粒从研究试制到试点结束阶段历程	7
图表 6： 《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》重点内容	8
图表 7： 中药配方颗粒国家标准颁布/公示情况（数据截至 2023 年 2 月 2 日）	8
图表 8： 中药配方颗粒国家标准颁布时间预测（灰色代表预测值）	9
图表 9： 各省正式发布的中药配方颗粒标准数量（数据截至 2023 年 2 月 2 日）	9
图表 10： 部分省份中药配方颗粒阳光挂网相关政策	10
图表 11： 中成药五次集采对比	11
图表 12： 国标后配方颗粒“含饮片量”双重提高	12
图表 13： 中药配方颗粒试点期国家级和省级试点企业	13
图表 14： 中药配方颗粒企业国标备案数量 TOP30（数据截至 2023 年 1 月 27 日）	13
图表 15： 中药配方颗粒企业省标备案数量 TOP30（数据截至 2023 年 1 月 27 日）	14
图表 16： 配方颗粒省标互认的优势	14
图表 17： 中国医院结构	15

图表 18: 中国医疗机构结构	15
图表 19: 部分省份中药配方颗粒政策梳理	15
图表 20: 中药饮片和配方颗粒市场规模及增速	18
图表 21: 中药配方颗粒对中药饮片的替代率	18
图表 22: 中药配方颗粒在不同替代率下的市场规模测算: 亿元	18
图表 23: 中药配方颗粒 2020&2021 年竞争格局	19
图表 24: 中药配方颗粒企业全产业链布局情况	19
图表 25: 中药配方颗粒原国六家和部分省级试点企业研发品种数量和国标起草品种数量	20
图表 26: 上市公司中药配方颗粒国标/省标备案数量 (数据截至 2023 年 1 月 26 日)	21
图表 27: 上市公司中药配方颗粒产能情况	21
图表 28: 部分中药配方颗粒上市公司提高客户黏性措施	22
图表 29: 中药配方颗粒上市公司参与国标/省标备案分公司梳理	23
图表 30: 中国中药近五年营业总收入和增速	24
图表 31: 中国中药近五年归普通股东净利润和增速	24
图表 32: 中国中药近五年配方颗粒业务收入和占比	24
图表 33: 中国中药近五年总毛利率和配方颗粒毛利率	24
图表 34: 红日药业近五年营业收入和增速	25
图表 35: 红日药业近五年归母净利润和增速	25
图表 36: 红日药业近五年配方颗粒业务收入和占比	26
图表 37: 红日药业总毛利率和配方颗粒及饮片毛利率	26
图表 38: 华润三九近五年营业收入和增速	27
图表 39: 华润三九近五年归母净利润和增速	27
图表 40: 神威药业近五年营业收入和增速	28
图表 41: 神威药业近五年归属普通股东净利润和增速	28
图表 42: 神威药业近五年配方颗粒业务收入和占比	28
图表 43: 神威药业整体和中药配方颗粒及饮片毛利率	28

1 后试点时代，中药配方颗粒行业发展逻辑重塑

1.1 中药配方颗粒是现代化制药技术下的高毛利产物

“中药配方颗粒”是相对传统中药饮片而言的一种新型中药饮片，又名中药颗粒饮片、免煎饮片、单味中药浓缩颗粒，是用符合炮制规范的传统饮片做原料，经提取、浓缩、分离、干燥、制粒、包装等现代化制药技术制成的单味中药颗粒剂。中药配方颗粒的质量监管纳入中药饮片管理范畴。

图表1：中药配方颗粒是经过现代制药技术制成的新型中药饮片



资料来源：中药配方颗粒网，四川新绿色官网，万联证券研究所

和中药饮片相比，中药配方颗粒具备质量控制稳定，携带、服用方便，只需开水冲溶就可以服用，适合现代人生活节奏等优势。不同于中成药的固定方剂，中药配方颗粒能根据病情需要随证加减，更能贴合病情需要。

图表2: 中药配方颗粒优势

指标	传统中药饮片（汤剂）	中药配方颗粒
制备方式	以传统中药饮片为原料，按中医处方调剂混合后，加水煎煮，使药物之间充分相互作用，达到防病治病的目的	将单味中药饮片提取浓缩成颗粒剂，配成复方，用水融化冲服即可
煎煮方法	患者自己煎煮或医院代煎	有效成分最大化提取工艺
质量控制	药材的产地、种植、生产不规范、造成质量不稳定	从源头做起，严格检验，GMP车间规范生产，标准统一，质量稳定
临床疗效	组方灵活，随症加减、起效快、易吸收，但常有方准药不灵的现象	十多年临床验证及药理实验证实，疗效等于或优于传统饮片
携带储存	存储占地大，易变质，不能携带	体积小，密封好，方便携带
服用方法	自行煎煮后分次服用	便于服用，即冲即服

资料来源：中药配方颗粒网，四川新绿色官网，万联证券研究所

中药配方颗粒被纳入中药饮片管理范围，具有传统中药饮片所享有的政策红利，包括享受25%的加成和不占药占比，提高了医院处方动力，有利于配方颗粒提升销量规模。同时，和化药/中成药相比，中药饮片和中药配方颗粒不参与一致性评价，集采难度相对较大。

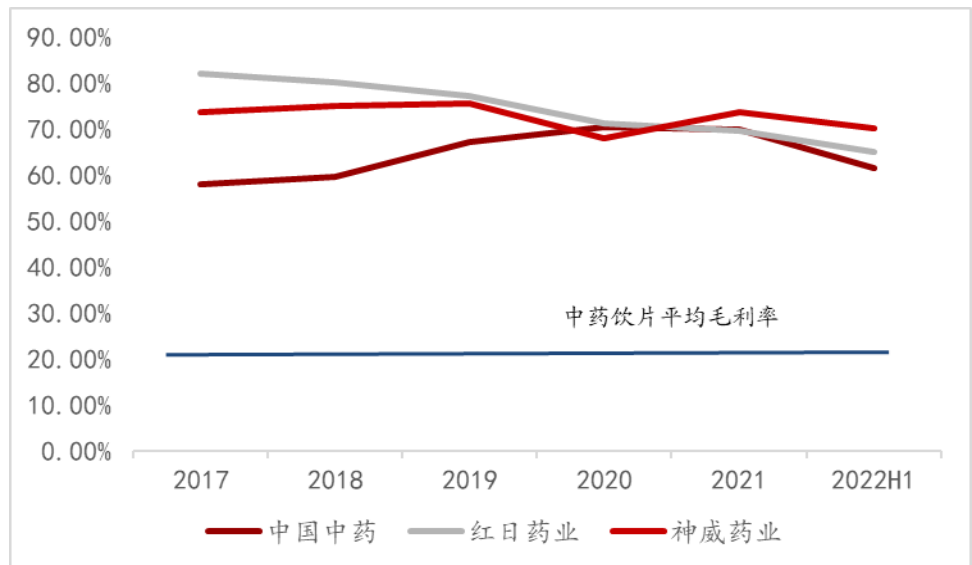
图表3: 化药/中成药和中药饮片/中药配方颗粒相关政策比较

	化药/中成药	中药饮片/配方颗粒
一致性评价	参与	不参与
招标采购	参与国家、地方多层招标竞价	配方颗粒通过省级药品集中采购平台阳光采购、网上交易
药品加成	零加成	25%加成
降低药占比	受影响	不受影响

资料来源：国家医保局，赛柏蓝，万联证券研究所

中药配方颗粒的生产要经过GMP认证，对中药材的质量要求比普通饮片高，技术含量高于传统中药饮片，所以价格比传统中药饮片高。毛利率方面，中药配方颗粒行业毛利率高达70%，远高于中药饮片行业约20%的毛利水平。例如，中药配方颗粒行业上市公司中国中药、红日药业、神威药业2022年上半年配方颗粒业务毛利率分别为61.60%、65.10%、70.10%。

图表4: 中药配方颗粒上市公司2022年上半年毛利率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.2 从国六家试点到全面备案制, 新阶段开启

国内中药配方颗粒从开启研究试制阶段到目前已经历经30余年, 经历了探索阶段、试点阶段到现在的后试点阶段。1993年, 国家科委和国家中医药管理局将中药配方颗粒列入“星火计划”, 1994年3月, 国家中医药管理局批准广东一方和天江药业为“全国中药饮片剂型改革试点单位”; 2001年4月,《中药配方颗粒管理暂行规定》颁布, 之后陆续批准企业试点生产中药配方颗粒; 2015年12月, 原国家食品药品监督管理总局下发了《中药配方颗粒管理办法(征求意见稿)》, 拟对中药配方颗粒的试点生产限制性放开, 之后各省份批准相关企业在省内开展中药配方颗粒科研生产试点及医疗机构临床使用; 2016年2月26日, 国务院又印发了《中医药发展战略规划纲要(2016—2030年)》, 明确将中药配方颗粒纳入国家中医药发展战略规划内容之中。

图表5: 中药配方颗粒从研究试制到试点结束阶段历程

1993~1994年	2001年	2012~2015年	2015年后
- 国家科委和国家中医药管理局将中药配方颗粒列入“星火计划”, 进一步加快中药配方颗粒的研制; - 广东一方和天江药业被国家中医药管理局批准为“全国中药饮片剂型改革试点单位”	- 原国家药品监督管理局发布《中药配方颗粒管理暂行规定》, 正式将中药配方颗粒纳入中药饮片管理范畴 - 国家陆续批准江阴天江、华润三九、广东一方、四川新绿色、北京康仁堂药、南宁培力6家作为试点生产企业	- 国家药典委员会起草了《中药配方颗粒质量标准研究制定技术要求(征求意见稿)》, 按照要求, 截至2015年, 6家试点生产企业共计完成681个品种工艺标准统一; 2015年12月, 原国家食品药品监督管理总局下发了《中药配方颗粒管理办法(征求意见稿)》, 拟对中药配方颗粒的试点生产限制性放开	自2015年起, 全国已有河北、浙江、黑龙江、吉林、安徽、陕西、河南、重庆、江西、广东等多个省份批准相关企业在省内开展中药配方颗粒科研生产试点及医疗机构临床使用
2016. 2	2016. 8	2019. 11	2021. 2
国务院印发《中医药发展战略规划纲要(2016—2030年)》, 将中药配方颗粒纳入国家中医药发展战略	国家药典委员会发布了《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求(征求意见稿)》, 全面启动中药配方颗粒国家标准研究	国家药典委员会发布《关于中药配方颗粒品种试点统一标准的公示》	国家药监局、国家中医药局、国家卫健委和国家医保局联合发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》, 标志着中药配方颗粒行业结束了20余年的试点历史

资料来源: 天江中药配方颗粒官方公众号, 万联证券研究所

2021年2月国家药监局等四部发布的《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》并于2021年11月正式实施, 公告从制剂来源、监管标准、行业门槛、采购方式、销售范围、

医保支付和临床应用等方面对中药配方颗粒行业的全生产和应用过程提出可追溯、强监管的要求，使其更加规范化。

图表6: 《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》重点内容

坚持中药饮片主体地位	生产企业备案管理	生产企业不可外购中药饮片
只能在医疗机构销售	跨省销售有国标的需报使用地备案，无国标的需符合使用地省标	鼓励医保支付
生产过程建立追溯体系	生产工艺符合国标，没有国标的需符合省标	需通过省级采购平台阳光采购

资料来源: 国家药监局, 万联证券研究所

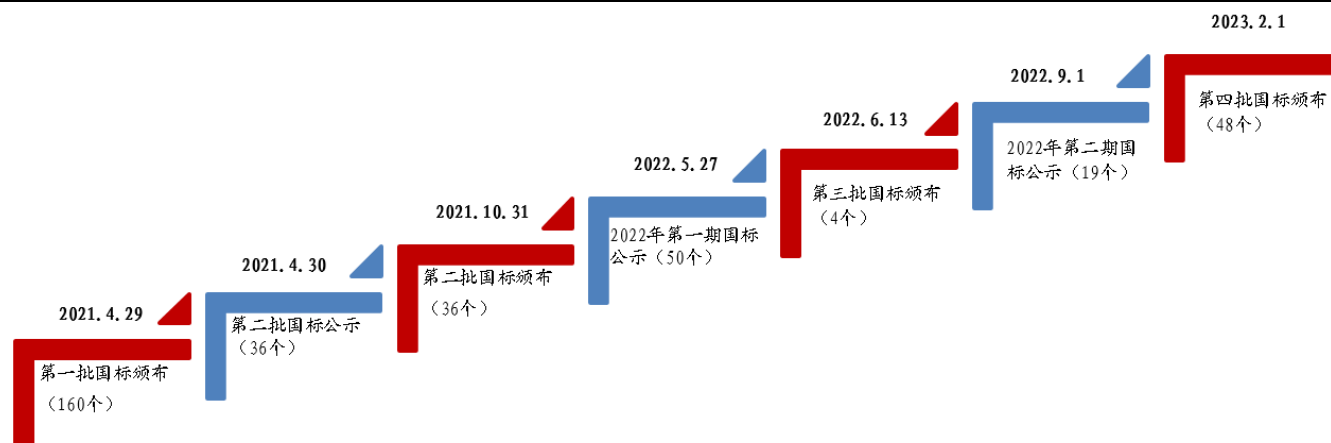
1.3 已发布 248 个国标和近 7000 个省标，行业预计 2024 年底后迎来更大扩张

中药配方颗粒试点结束后开始施行备案制，需要满足国家药品标准或省级药监局指定的标准才可以上市，因此质量标准颁布的数量和速度直接影响配方颗粒的销售。

■ 国标已发布248个，预计2024年底完成400个发布

国家药监局在前期工作的基础上，组织国家药典委员会按照《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求》和国家药品标准制定相关程序，开展中药配方颗粒国家标准制定工作。经过标准研究起草、生产验证、标准复核、专业委会审评、公开征求意见、审核等流程，截至2023年2月2日，从标准颁布来看，共有四批248个国家标准颁布，第一批到第四批颁布数量分别为160个、36个、4个和48个；从标准公示来看，2022年5月第一期公示50个国家标准，2022年9月第二期公示19个国家标准

图表7: 中药配方颗粒国家标准颁布/公示情况（数据截至2023年2月2日）



资料来源: 国家药典委员会, 万联证券研究所; 说明: 红色框代表“颁布”, 蓝色框代表“公示”

从四批248个国标颁布的时间间隔看，每批间隔约6~8个月。假设未来颁布进度频率为7个月一批，平均每批颁布62个（按照前四批平均每批发布数量假设）标准，则临床常用400个配方颗粒预计将在2024年底颁布完毕，行业将迎来更大的扩张。

图表8：中药配方颗粒国家标准颁布时间预测（灰色代表预测值）

批次	国标颁布时间	国标数量	国标累积数量
第一批	2021.4.29	160	160
第二批	2021.10.31	36	196
第三批	2022.6.13	4	200
第四批	2023.2.1	48	248
第五批	2023.9.1	62	310
第六批	2024.4.1	62	372
第七批	2024.11.1	28	400

资料来源：国家药典委，万联证券研究所测算

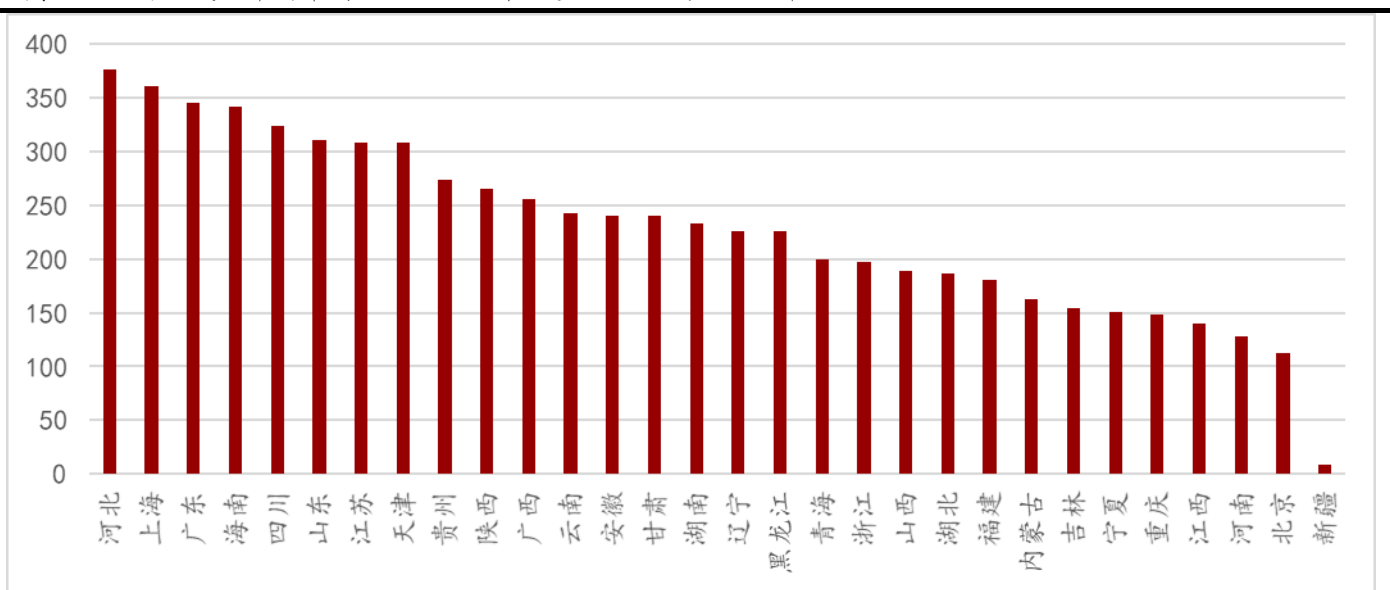
说明：上述预测假设未来配方颗粒国家标准颁布频率为7个月一期，每期平均颁布62个标准

■ 各省省标发布数量参差不齐，市场覆盖省标数量较多省份的企业更受益

截至2023年2月2日，包括上海、海南等30个省级行政区正式发布了不同数量的中药配方颗粒省级质量标准。从数量上看，省标发布数量居前的省份包括河北、上海、广东等。

《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》中规定配方颗粒跨省销售的，有国家标准的，报使用地省级药品监督管理部门备案，无国家标准的，应当符合使用地省级药品监督管理部门制定的标准。在当前配方颗粒国家标准发布缓慢的情况下，省标是保障该省配方颗粒销售的重要条件。在省标数量多的省份覆盖销售的企业更快受益。

图表9：各省正式发布的中药配方颗粒标准数量（数据截至2023年2月2日）



资料来源：各省药监局，万联证券研究所

1.4 配方颗粒集采是长期趋势，预计降幅温和，利好优势企业

长期看，标准统一、医保支付和阳光采购推动配方颗粒集采。1）试点结束后，配方颗粒标准统一扫除了之前配方颗粒集采最大的障碍；2）国家鼓励各省将配方颗粒纳入医保，目前多个省份已经发布文件明确表示将配方颗粒纳入本省医保，医保资金的

占用给配方颗粒集采提供了最直接的动力。3) 2021年底, 国家医保局、国家中医药管理局发布的《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》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。国家药监局和各省药监局发布的配方颗粒管理细则要求医疗机构通过省级采购平台采购, 目前已有多个省份明确开始执行配方颗粒网上采购相关工作。中药配方颗粒全面挂网采购, 联动了全国最低价, 规范了配方颗粒价格, 同时医疗机构通过线上采购让中药配方颗粒的采购和交易更加方便被监管。

图表10: 部分省份中药配方颗粒阳光挂网相关政策

日期	省份&机构	文件名	阳光采购相关内容
2022-09-23	河北医保局	《关于做好中药配方颗粒挂网采购和医保支付工作的通知》	医疗机构销售的符合国家或省质量标准的中药配方颗粒, 通过河北省药品集中采购平台采购交易。中药配方颗粒挂网工作由省药品集中采购机构具体负责组织实施
2022-03-09	福建医保局	《关于做好中药配方颗粒医保管理的通知》	在我省医保定点公立医疗机构使用的中药配方颗粒应当通过福建省药械联合限价阳光采购平台采购、网上交易; 按不超过本品现行全国省级最低挂网价申请在省级平台挂网并实行价格联动
2022-03-31	山东医保局	《关于做好中药配方颗粒网上采购有关工作的通知》	对于符合条件的中药配方颗粒产品, 可按不超过本品全国现行省级挂网最低价, 由生产企业向省公共资源交易中心承诺最低价申报, 省公共资源交易中心按规定进行挂网, 并实行动态价格联动。无省级挂网价格的, 挂网价格应不高于当前医疗机构实际采购的最低价。尚未在医疗机构销售的产品, 按不高于其他生产企业同品种挂网价的最低价申报挂网。
2022-10-31	安徽医保局	《关于做好中药配方颗粒阳光挂网采购工作的通知》	省医药集中采购平台(以下简称省药采平台)设立“中药配方颗粒”采购模块, 医疗机构和在省内销售中药配方颗粒的生产企业均需通过省药采平台进行挂网和采购, 不得线下采购。 生产企业承诺以不高于全国现行省级最低有效挂网价予以挂网, 并实行动态价格联动。
2022-12-01	陕西医保局	《关于开展中药配方颗粒阳光挂网采购工作的函》	通过陕西省医疗保障信息平台药械招采管理子系统挂网; 有三省(广东、重庆除外)挂网价格的, 可申请进入我省限价挂网目录, 并联动全国省级平台最低挂网价实行动态调整; 无三省挂网价格的, 可申请进入我省直接挂网目录, 由生产企业和医疗机构自主议价
2022-11-11	江西省药品医用耗材集中采购联席会议办公室	《关于开展中药配方颗粒阳光挂网采购的通知》	实行议价采购: 企业自主报价后, 纳入网上采购、全省各公立医疗机构与供应企业在网上实行自主议价采购; 实行动态挂网: 各有关企业如有符合申报产品范围要求的中药配方颗粒, 可动态申报

资料来源: 各省医保局, 陕西公共资源交易中心, 江西医药采购平台, 万联证券研究所

集采有利于优势企业实现以价换量, 有利于整体销售额的提升。1) 量: 市场份额领先的几家企业在成本等方面具备先发优势, 国六家和部分省试点企业在未来的集采中成本优势将更加突出, 中标概率高于其他企业, 同时, 由于试点放开前可使用配方

颗粒的终端医疗机构仅限于二级以上中医院（含综合医院），即使是龙头企业也尚未做到全市场覆盖，集采有望助力具备成本优势的企业扩大终端覆盖，实现销量的提升。2) 价：从中成药过去四次集采中标结果看，降幅在50%以内，相较于竞争充分的中成药而言，我们认为竞争格局较好的中药配方颗粒集采降价幅度将更加温和。

图表11：中成药五次集采对比

集采	结果公布时间	参与省份	品种数量	参与和中选情况	价格降幅情况
湖北联盟	2022.12.27	湖北、河北、山西、内蒙古、辽宁、福建等19省	76	涉及17个产品组共有157家企业、182个产品参与。97家企业、111个产品中选	平均降幅42.27%，最大降幅82.63%
广东联盟	2022.4.8	广东、山西、河南、海南、宁夏、青海共6省	132	87.86%的企业参与，86.88%的产品产生报价，最终174家企业361个品种拟中选/备选，其中30个独家品种产生拟中选（备选）企业	独家品种拟中标降幅20%左右；非独家拟中标降幅为67.80%
北京市集采	2022.11.4	北京市	84	按市场总体情况，市场竞争较为充分的品种纳入带量联动范围，将竞争相对不足的品种纳入带量谈判。中选共计59个品种，241个品规，涉及122家药企	独家产品的降价幅度不大，非独家产品降幅较大。例如，天士力的复方丹参滴丸降了15%；扬子江的苏黄止咳胶囊（0.45g*24）降了3%；连花清瘟颗粒基本没有降价；湖南康寿的生血宝颗粒降幅约22%。
山东省集采	2022.11.8	山东省	15	67个药品划分为15个品种组竞争。共有155家企业积极参与申报，涉及330个产品	平均降价44.31%，最高降幅87.97%
全国联盟集采（湖北第二批）	-	30省（除湖南、福建外）	42	采购目录包括16个采购组42种药品	报量阶段

资料来源：各省医保局，广东省药品交易中心，风云药谈，赛柏蓝，万联证券研究所

2 四个维度驱动行业量价齐升，2025 年规模有望破千亿

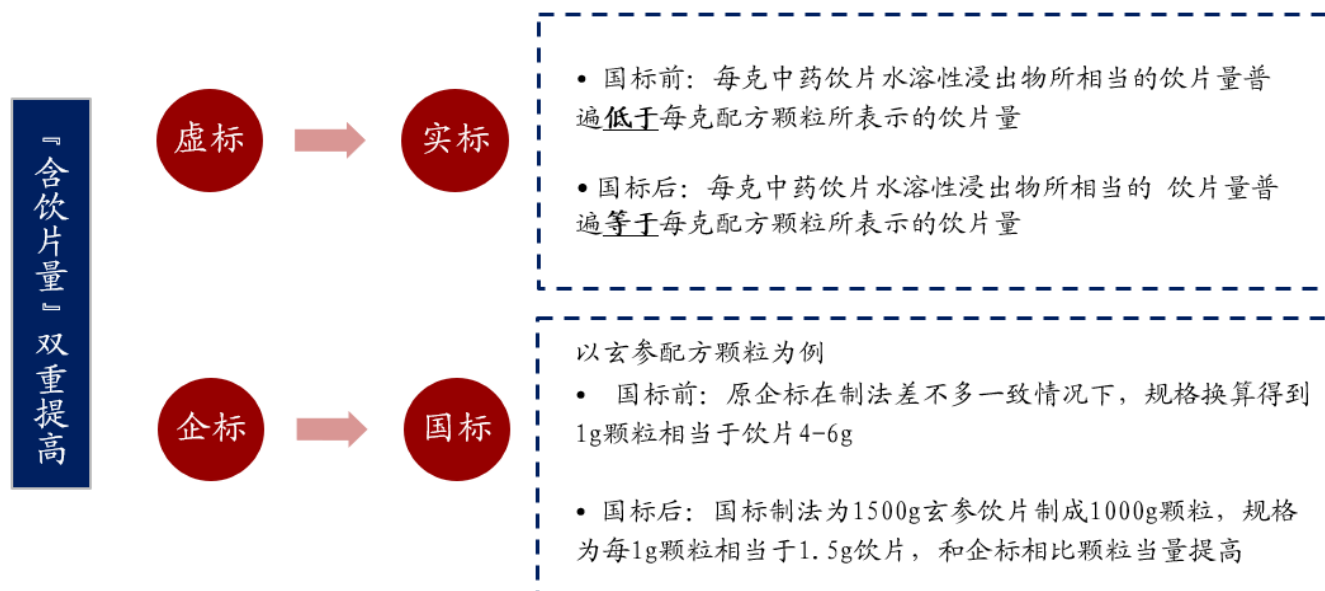
2.1 价格端：新标准后成本提高，终端存提价窗口期

试点期，配方颗粒规格不统一，存在虚标，行业毛利率高。配方颗粒是原药材按照一定比例关系转换得到用药剂量的，试点期不同企业因生产工艺与质量标准不同，同一配方颗粒产品的剂量存在差异，规格不统一。同时，配方颗粒存在虚标情况，行业毛利率较高。

试点结束后，1) 质量标准提高：新国标下，配方颗粒“含饮片量”要求双重提高，

标准从等效性变为等量性，当量要求更高，对原药材入药标准要求远高于药典标准，含量检测指标数量远多于药典标准，同时试点期的虚标变成实标；2)检测要求提高：特征图谱和指纹图谱检查项目增加；上述两点变化均带来了成本的上升和毛利率的下降。但行业准入放开势必带来行业规模扩容和企业业务量的提高，规模化效应又将拉平净利率。

图表12：国标后配方颗粒“含饮片量”双重提高



资料来源：医药经济报, 万联证券研究所

3) 市场处于标准切换的阶段时，国标公布数量不足影响终端组方，同时企业备案到生产需要周期，市场可能存在供应不足的现象；4) 上游原材料价格波动也会影响成本，若上游原材料处于涨价周期，则配方颗粒成本端将进一步增加。

综上所述，后试点期，中药配方颗粒存在提价窗口期。

2.2 供给端：备案制放开企业准入，省标互认有望加速行业扩张

试点期，国家级试点企业只有6家，2013年6月国家食品药品监督管理总局办公厅发布《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》之前，地方对配方颗粒有审批权限，有3家省级试点企业；2015年12月24日，国家药品监督管理局发布《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》，掀起了各地中药企业鼓动本省以科研专项、临床研究等等名目批准试点的热潮，5年时间共批了70家。国家级试点企业凭借十几年相对独家的优势，在质量、市场等方面均具备优势，后来者多成为其并购对象。但省级试点放开后部分省份有地方保护，限制国六家企业终端销售范围，取而代之的是本省配方颗粒生产企业。

图表13: 中药配方颗粒试点期国家级和省级试点企业

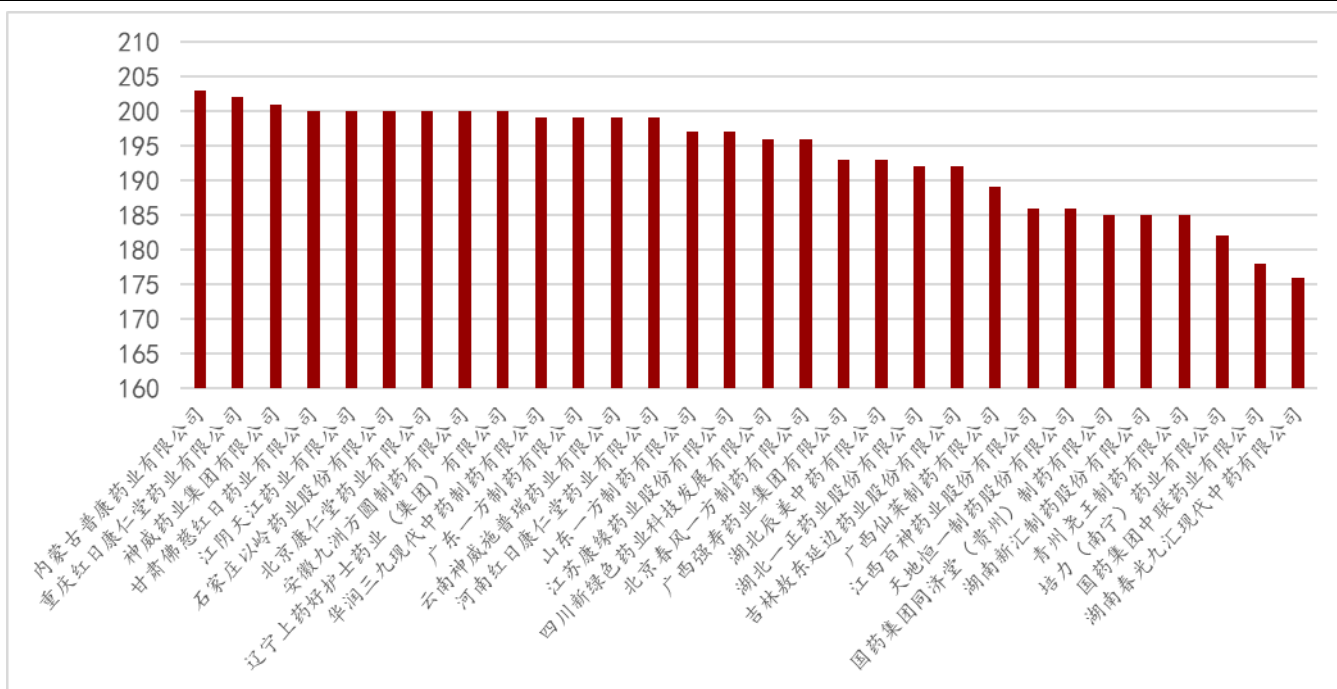


资料来源：赛柏蓝，万联证券研究所

试点结束后，全国生产销售采用备案制，销售范围和企业准入范围放开，更多有配方颗粒业务布局的企业参与国标或省标备案。截至2023年1月27日，参与中药配方颗粒国标/省标备案的企业共有68家。

参与国标和省标备案的企业有国六家企业和非国六家企业，国标备案数量领先的企业包括内蒙古普康药业、重庆红日康仁堂药业、神威药业集团、甘肃佛慈红日药业、江阴天江药业、石家庄以岭药业、北京康仁堂药业、安徽九洲方圆制药、辽宁上药好护士药业（集团）。省标备案数量领先的企业包括广东一方制药、江阴天江药业、华润三九现代中药制药、神威药业集团、石家庄以岭药业、四川新绿色药业、上海万仕诚药业、甘肃佛慈红日药业、北京康仁堂药业、山东一方制药。

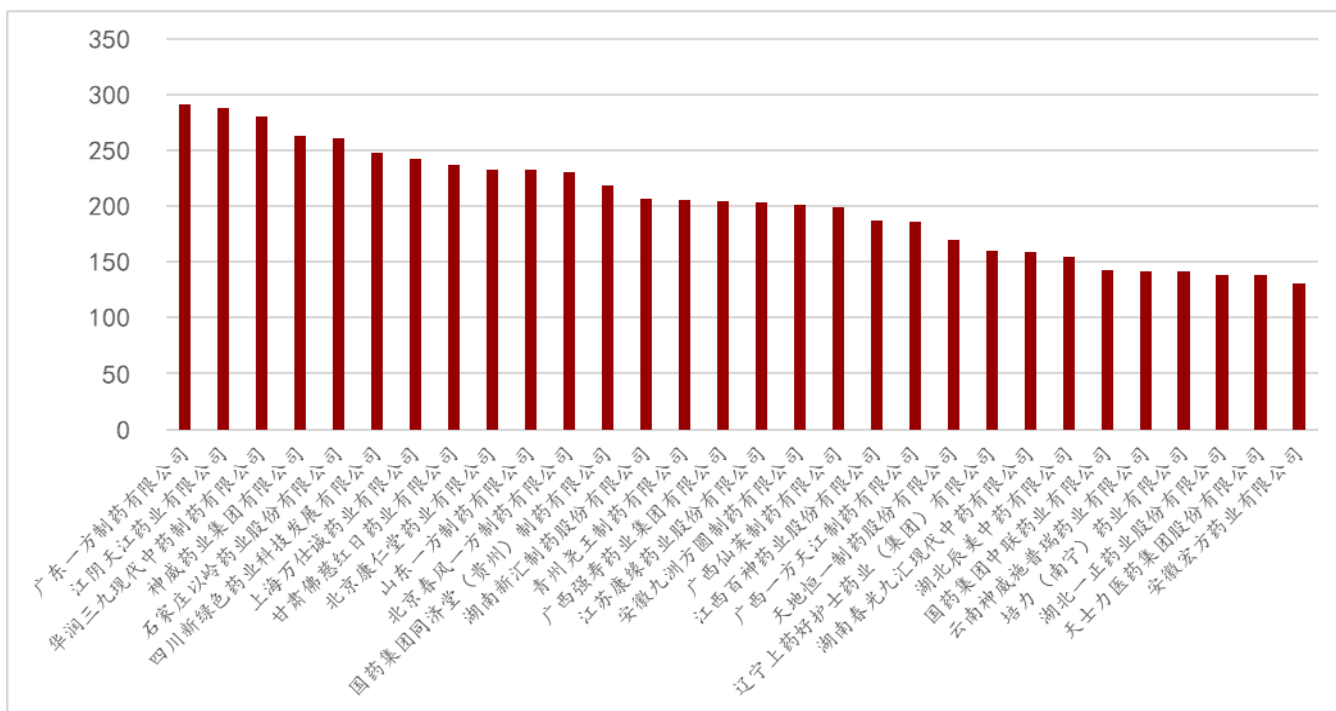
图表14: 中药配方颗粒企业国标备案数量TOP30 (数据截至2023年1月27日)



资料来源：国家药监局，万联证券研究所

注：国标申报数据未剔除个别品种“备案取消”数据

图表15: 中药配方颗粒企业省标备案数量TOP30 (数据截至2023年1月27日)

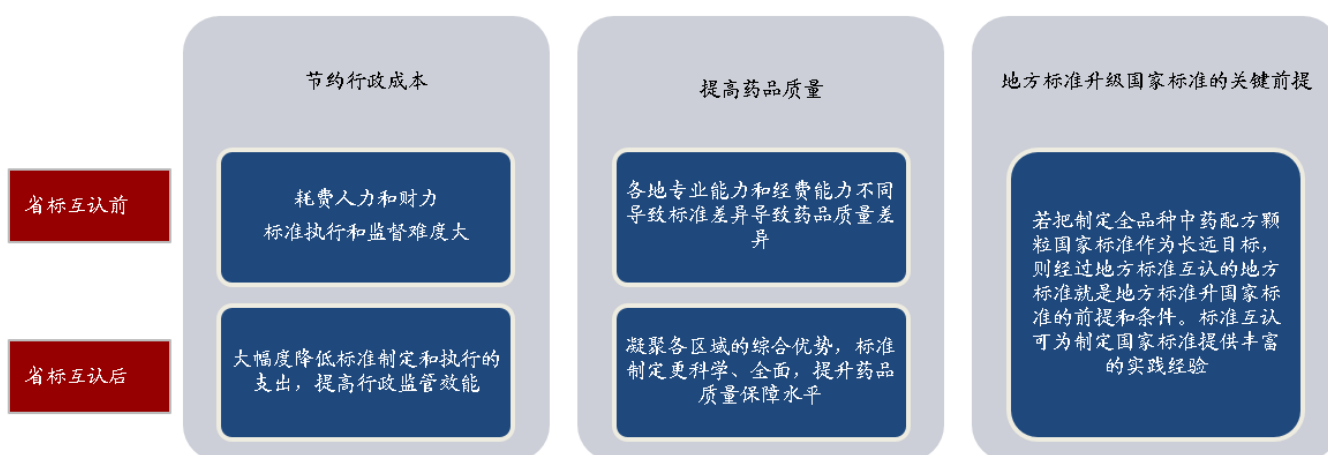


资料来源: 国家药监局, 万联证券研究所

注: 省标备案数量=总备案数量-国标备案数量, 其中, 国标备案数据未剔除个别品种“备案取消”数据

未来省标互认有望落地加速行业扩容。省标互认对跨省销售有重要意义, 可以提高行业发展质量和效率、节约行政成本(如果实行标准互认, 可以发挥区域技术优势、经费优势, 大幅度降低标准制定和执行的支出, 提高行政监管效能)、提高药品质量(实行标准互认, 促进标准制定更加科学、全面、高效)、是地方标准升级国家标准的关键前提(标准互认可以为制定国家标准提供丰富的实践经验)。

图表16: 配方颗粒省标互认的优势



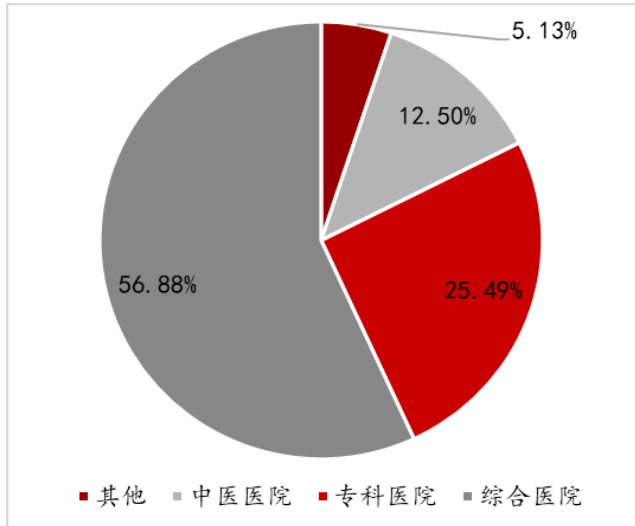
资料来源: CNKI, 万联证券研究所

2.3 需求端: 医疗机构覆盖扩容, 医生处方量提高

中药配方颗粒以往只能在二级及以上中医医院(综合医院)销售, 销售渠道受限。终端放开后, 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。根据《中国统计年鉴(2021年)》, 2020年, 我国卫生机构102万家, 基层医疗卫生机构97万家,

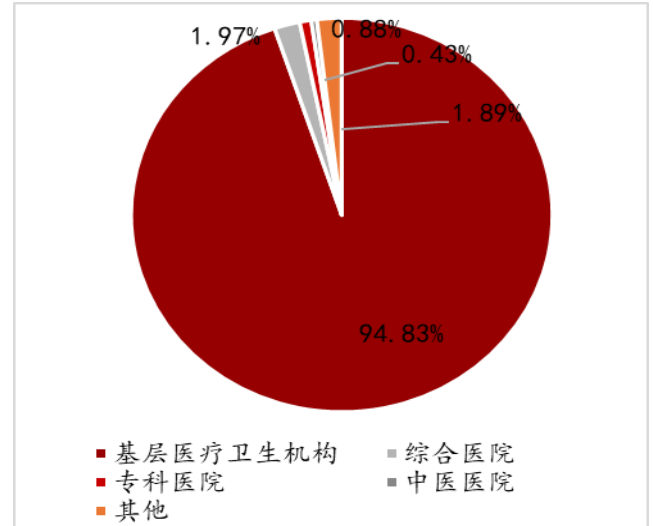
医院3.54万家。其中，综合医院20133家、专科医院9021家、中医医院4426家，中医医院在医院中占比12.5%，在所有医疗机构中占比0.43%，同时，配方颗粒标准统一后医师不需要再像以前一样需要对不同生产厂家规格进行细致了解（因为标准不统一），提高了处方意愿。

图表17: 中国医院结构



资料来源:《中国统计年鉴(2021)》, 万联证券研究所

图表18: 中国医疗机构结构



资料来源:《中国统计年鉴(2021)》, 万联证券研究所

2.4 支付端: 各省陆续加强配方颗粒医保支付支持力度

《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》中说明**中药配方颗粒只能在医疗机构销售，因此医保支付的放开对中药配方颗粒未来的发展至关重要**。2020年12月30日，国家医保局、国家中医药管理局发布了《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，提出按规定将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录，2021年底开始各省陆续出台医保准入支持政策。

多个省份从2021年到2023年均发布了推进配方颗粒落实医保支付相关政策，与2021年试点刚放开时候各省发布的配方颗粒管理细则相比，2022年到2023年各省更多的从**配方颗粒纳入医保数量（包括新增）、支付政策（包括个人支付比例等）**等方面落实。例如，吉林省2021年10月发布《吉林省中药配方颗粒管理实施细则（试行）》，2023年1月发布《关于印发吉林省基本医疗保险、工伤保险和生育保险中药配方颗粒目录的通知》，目录包括319中配方颗粒，统一按乙类管理；山东省2021年11月发布《山东省医疗保障局关于印发山东省中药配方颗粒管理细则的通知》，2022年11月发布《关于进一步做好中药配方颗粒医保支付工作的通知》，明确推进配方颗粒纳入医保举措；湖南则是2022年9月新增299种中药配方颗粒纳入医保。

图表19: 部分省份中药配方颗粒政策梳理

省份	政策文件名	文件发布日期	政策内容
吉林	《关于印发吉林省基本医疗保险、工伤保险和生育保险中药配方颗粒目录的通知》	2023.1.18	《吉林省基本医疗保险、工伤保险和生育保险中药配方颗粒目录》包含319中配方颗粒，统一按乙类管理。
	《吉林省中药配方颗粒管理实施细则	2021.10.29	中药饮片品种已纳入医保支付范围的，省医疗保障局综合考虑临床需要、基金支付能力和价格等因素，经专家评审后将与中药饮

	(试行)》		片对应的中药配方颗粒纳入医保支付范围，并参照乙类管理。
山东	《关于进一步做好中药配方颗粒医保支付工作的通知》	2022.11.04	将符合国家或山东省中药配方颗粒药品标准、取得品种销售备案号获准在山东省内销售、且与已纳入医保支付范围的中药饮片品种相对应的中药配方颗粒，纳入医保基金支付范围。 对中药配方颗粒按照医保目录“乙类药品”管理，保持政策延续性，中药配方颗粒个人先行自付比例暂定为15%。有关医保支付条件参照医保药品目录中对应的中药饮片执行，各地不得自行调整。即配方颗粒限定支付范围与对应的中药饮片一致。
	《山东省医疗保障局关于印发山东省中药配方颗粒管理细则的通知》	2021.11.17	中药饮片品种已纳入医保支付范围的，省医疗保障部门可综合考虑临床需要、基金支付能力和价格等因素，将与中药饮片对应的中药配方颗粒纳入支付范围，并参照乙类管理。
湖南	《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》	2022.9.30	551种中药饮片新增纳入医保支付范围，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)。符合条件的551种中药饮片正式新增纳入医保支付范围，自2022年10月1日起全省统一正式执行，有效期3年。
	《关于加强中药配方颗粒生产、配送、使用管理有关事项的通知》	2022.6.21	支持中药配方颗粒规模化生产、应当建立药品追溯体系，实现来源可查，自本通知发布之日起，各医疗机构不得再采购按原试点标准生产的中药配方颗粒，并尽快购进按现行标准生产的中药配方颗粒，确保临床用药需求等
河北	《关于做好中药配方颗粒挂网采购和医保支付工作的通知》	2022.9.23	定点医疗机构按规定在省药采平台采购的符合国家或省质量标准的中药配方颗粒，且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，按照乙类管理，个人先行自付比例全省统一确定为5%。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。
安徽	《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》	2022.7.5	将国家及安徽省药监部门已正式公布标准的中药配方颗粒共362个，其中国标196个，省标166个，纳入医保范围； 基本医保和生育保险基金支付时，全省统一执行30%的个人先行自付比例等
天津	《关于医保支持中医药传承创新发展的措施》	2022.6.7	支持载入《中华人民共和国药典》和《天津市中药饮片炮制规范》的中药饮片在我市上市销售，按规定纳入医保支付范围。 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，非饮片的中药严格按照实际购进价格“零差率”销售。
	《天津市中药配方颗粒管理细则》	2021.12.20	综合考虑临床需要、基金支付能力和价格等因素，经专家评审后将已纳入医保支付范围的中药饮片所对应的中药配方颗粒纳入支付范围，确定支付政策。未在我市药监部门备案的中药配方颗粒，医保基金不予支付。
江苏	《关于医保支持中医药传承创新发展	2022.5.31	医疗机构中药制剂、中药配方颗粒按乙类支付，探索建立全省统一的医保支付标准

	的实施意见》		
福建	《关于印发福建省基本医疗保险中药配方颗粒目录（第一批）的通知》	2022.4.7	此次纳入福建省医保中药配方颗粒品种有295个，包括人参配方颗粒、三棱配方颗粒、牛蒡子配方颗粒、木香配方颗粒、大血藤配方颗粒、土茯苓配方颗粒、红景天配方颗粒、白芍配方颗粒、地龙（参环毛蚓）配方颗粒、炒苍耳子配方颗粒等
	《关于做好中药配方颗粒医保管理的通知》	2022.3.1	符合以下条件的中药配方颗粒，经专家评审后，按照销售价格的70%纳入我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。 （一）符合国家药品标准或福建省药品标准，取得我省上市销售备案或跨省销售备案凭证； （二）在定点医疗机构销售使用； （三）对应的中药饮片品种已纳入我省医保支付范围。
浙江	《关于支持中医药传承创新发展的实施意见》	2022.2.18	从2022年1月1日开始，所有的医疗机构的配方颗粒都可以纳入医保。而中药配方颗粒属于医保乙类目录，先行自付比例为3%
北京	《北京市中药配方颗粒管理实施细则（试行）》	2021.10.30	从2009年4月1日起，中药配方颗粒纳入《北京市基本医疗保险和工伤保险药品目录》的报销范围 试点结束后，我市可报销中药配方颗粒，按照乙类药品管理。各试点备案的定点医疗机构使用试点期间生产且符合有关规定的其他中药配方颗粒，暂按原有报销政策执行。
云南	《云南省中药配方颗粒管理细则（试行）》	2021.10.26	中药饮片品种已纳入医保支付范围的，省医疗保障局可综合考虑临床需要、基金支付能力和价格因素，经专家审核后将与中药饮片对应的中药配方颗粒纳入医保支付范围。

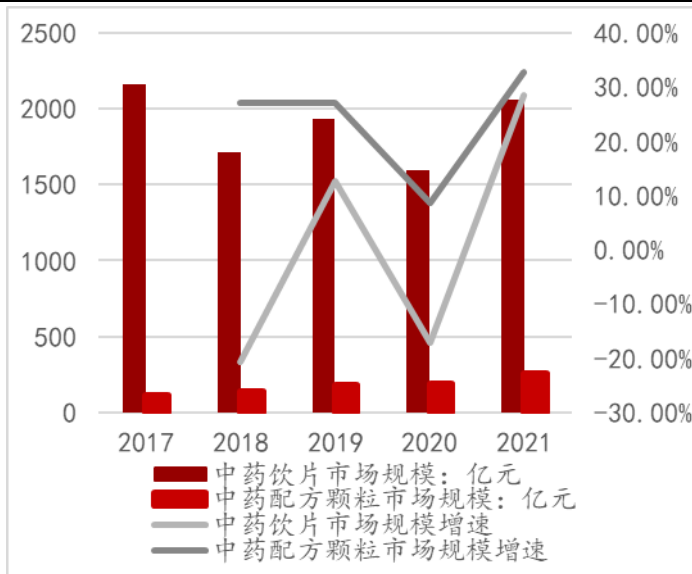
资料来源：各省医保局官网，各省人民政府，中药配方颗粒网，万联证券研究所

2.5 2025 年中药配方颗粒有望突破千亿规模

我国中药饮片近几年受质量标准逐渐提高以及行业监管趋严，如加强GMP认证和飞检等影响，行业增长不稳定。市场规模2018年和2020年均出现大幅下跌，2021年行业收入有所回升，同比增长28.56%，达2057亿元。

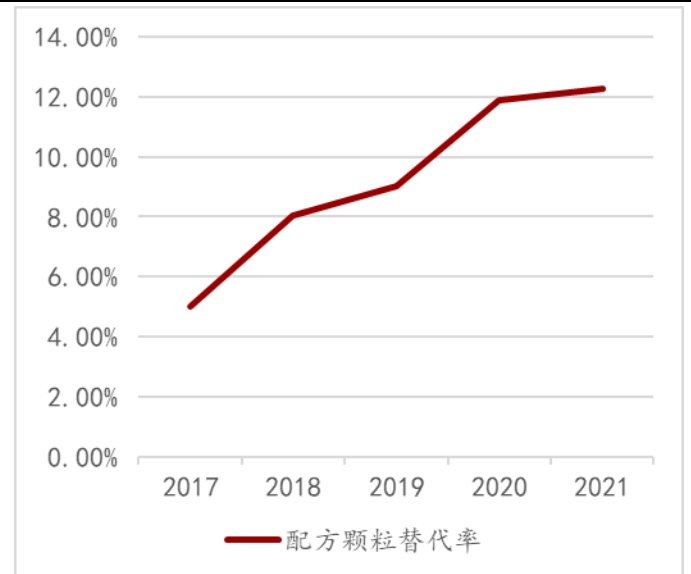
中药配方颗粒行业近几年市场规模加速扩张，从2017年的108亿元扩张至2021年的252亿元，2018年和2019年同比增速高到27%，2021年同比增速高达32.87%。从中药配方颗粒对中药饮片的替代率看，替代率从2017年的5%增长至2021年的12.27%。

图表20: 中药饮片和配方颗粒市场规模及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 华经产业研究院, 万联证券研究所

图表21: 中药配方颗粒对中药饮片的替代率



资料来源: 前瞻产业研究院, 华经产业研究院, 万联证券研究所

如上所述, 中药配方颗粒2021年底试点放开后, 行业将从价格端、供给端、需求端和支付端方面受益。2022年中药配方颗粒行业还处于企标废弃, 新标切换, 企业销售网络布局尚未成熟阶段, 市场规模爆发尚未到来。随着更多数量国标发布, 以及企业从备案到投产到跑马圈地销售整个模式步入成熟轨道, 行业将迎来加速扩容。

根据对中药饮片市场规模合理假设, 我们测算2022年至2025年, 配方颗粒在不同替代率下的市场规模。1) 由于影响中药饮片规模的因素较复杂多样, 过去市场规模增速波动较大, 我们假设未来每年中药饮片市场规模是前三年市场规模的平均值; 2) 2021年配方颗粒对中药饮片替代率为12.27%, 未来随着配方颗粒在多方面驱动力下进一步扩容, 尤其是2024年后国标数量超过临床常用数量的时候, 配方颗粒替代潜力更大, 2025年行业规模有望破千亿元。

图表22: 中药配方颗粒在不同替代率下的市场规模测算: 亿元

年份 配方颗粒替代率	2022	2023	2024	2025
15%	279	276	288	281
20%	373	368	384	375
25%	466	460	480	469
30%	559	552	576	563
35%	652	644	672	656
40%	745	736	768	750
45%	838	828	864	844
50%	932	920	960	938
55%	1025	1012	1056	1031
60%	1118	1104	1152	1125
65%	1211	1196	1248	1219
70%	1304	1288	1344	1313
75%	1397	1380	1440	1406
80%	1490	1472	1536	1500

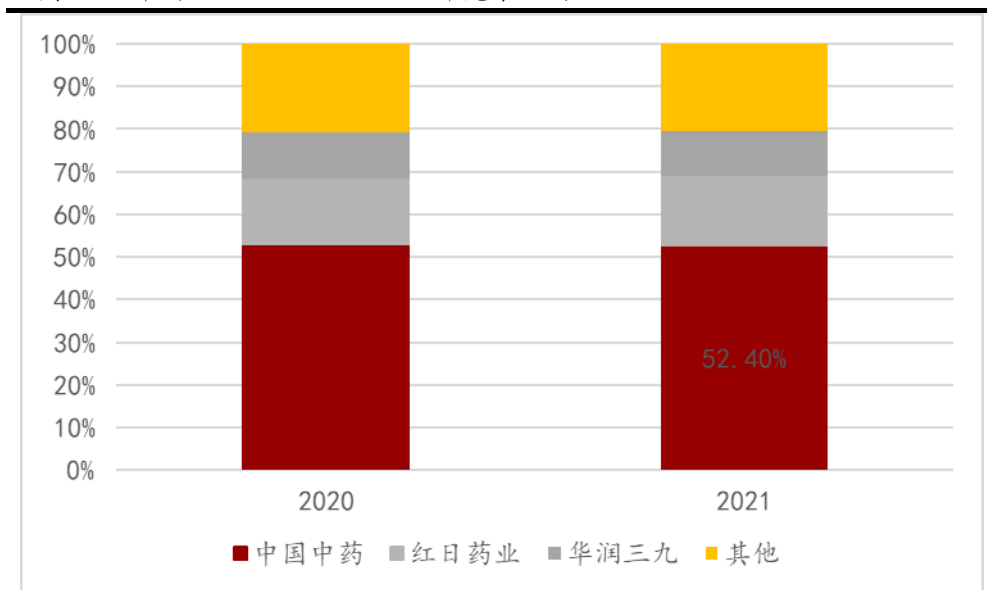
资料来源: 万联证券研究所测算

说明：2022至2025年每年中药饮片规模假设为前三年的平均规模

3 国六家和部分省级试点企业先发优势明显，强者恒强

从市场竞争格局来看，目前市场份额领先的参与者包括中国中药、红日药业、华润三九等，均为国六家试点企业。华经产业研究院数据显示，2021年市场份额分别为52.40%、16.80%、10.50%。我们认为试点放开后，国六家和部分省级试点企业在行业具备先发优势，主要表现在成本、技术、产能和市场四个方面。

图表23：中药配方颗粒2020&2021年竞争格局



资料来源：华经产业研究院，万联证券研究所

3.1 成本：药材种植基地覆盖广，产业链前端消化成本

中药配方颗粒新国标的实施对全产业链中各个环节的质量控制及成本控制提出更高的要求，同时中药配方颗粒从项目模式到挂网采购的入院模式的转变使入院渠道更加透明，但也降低了行业利润率，因此在行业放开后行业竞争加剧的背景下，从企业长远发展来看，成本消化能力是决定企业能否在行业生存的关键。

成本管控能力高需要企业进行全产业链布局，龙头企业重视布局上游药材基地，未来竞争格局利好龙头。上游资源丰富的企业将更有能力从源头药材采购开始，到饮片加工、制剂生产等全产业链控制成本。一般中成药企业由于重点生产的中成药品种数量较少，涉及的上游材料品种也有限，因此难以形成超百个品种的种植基地，未来竞争格局利好较早布局全产业链的试点企业。

图表24：中药配方颗粒企业全产业链布局情况

上市公司	生产企业	种植基地
中国中药	江阴天江、广东一方	GACP中药材基地207个，面积超15万亩
红日药业	北京康仁堂	中药材种植基地120余个，涉及品种110个
-	四川新绿色	中药材种植基地300余个，面积近百万亩
神威药业	神威药业	10余个符合国家中药材种植标准的药材基地，种植面积超100万亩
吉林敖东	吉林敖东力源制药	在吉林省内拥有17个药材基地，在其他省份拥有36个道地药材基地

上海医药	辽宁上药好护士 药业	六大药材基地管理中心，辐射20余省，共137个自有药材种植基地，种植面积达30余万亩
------	---------------	--

资料来源：各公司官网，米内网，万联证券研究所

3.2 技术：品种数量和标准备案数量领先

中药配方颗粒缺一个品种就配不齐一副药，目前能开发成中药配方颗粒的中药饮片，大约有700余个品种。配方颗粒需要品规齐全，500-700个产品才能运营，因此品种齐全对上市公司做市场很重要。

从各企业配方颗粒品种数量看，品种全代表企业在生产工艺和质量标准上具备领先优势。国六家试点企业品种全，其中中国中药和四川新绿色数量达到700余个，华润三九、培力（南宁）药业和北京康仁堂均达到了600余个。神威药业和以岭药业从省级试点中脱颖而出，品种数量分别达到700余个和646个。其余省级试点企业品种数量相对较少。

从企业参与配方颗粒国标制定情况看，根据广州日报报道，在已发布的前200个配方颗粒国家标准中，有9家企业参与了国家标准的起草，其中，多数是此前批准的国家级试点企业。中国中药旗下的江阴天江药业和广东一方共起草了150个标准，是起草标准数最多的企业，华润三九、红日药业、四川新绿色和培力（南宁）药业等另外4家国家试点企业分别起草了56个、40个、19个和2个标准。

图表25：中药配方颗粒原国六家和部分省级试点企业研发品种数量和国标起草品种数量

上市公司	国6家试点企业	单味品种数量	国标起草数量
中国中药	江阴天江	700+	150
	广东一方	600+	
华润三九	华润三九	600+	56
培力农本方	培力（南宁）药业	600+	2
红日药业	北京康仁堂	600+	40
-	四川新绿色	780+	19
上市公司	省级试点企业	品种数量	
神威药业	神威药业	700+	
吉林敖东	吉林敖东力源制药	500+	
香雪制药	湖南春光九汇	200+	
珍宝岛	安徽九洲方圆	-	
浙农股份	浙江景岳堂	-	
上海医药	辽宁上药好护士药业	300+	
康缘药业	康缘药业	400+	
以岭药业	以岭药业	646	
柳药集团	广西仙荣制药	200+	
新天药业	新天药业	445	

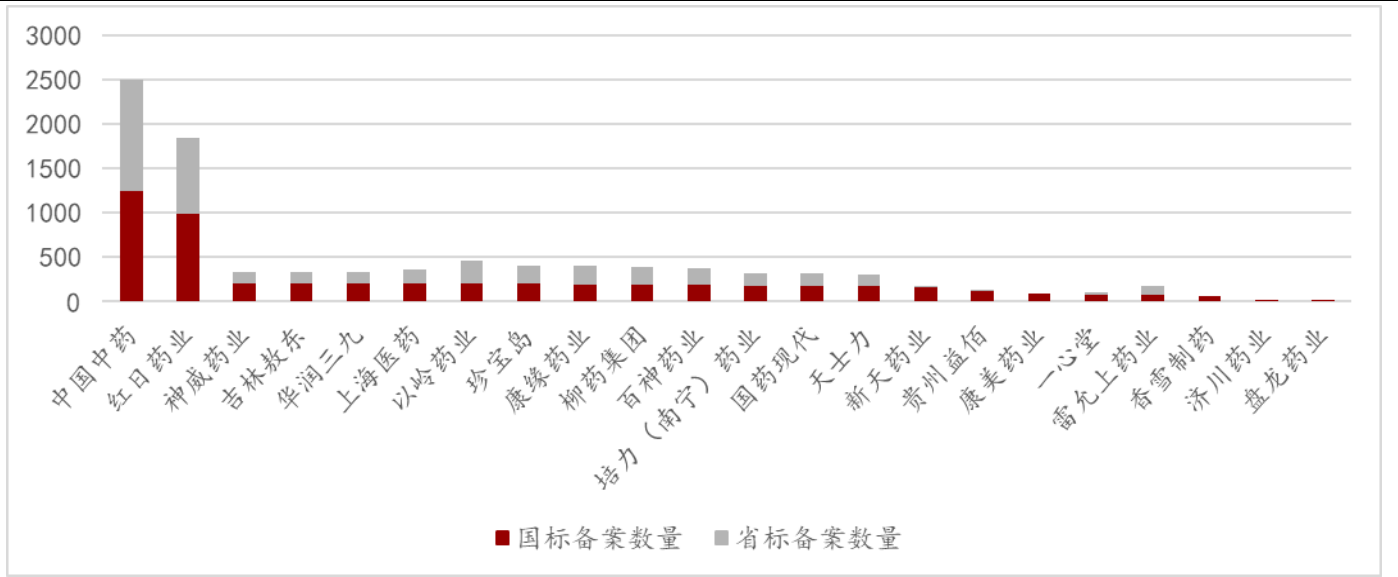
资料来源：各公司官网，各公司官微，赛柏蓝，万联证券研究所

说明：国标起草数量是列出了数量最多的几家公司

从国标和省标备案数量看，截至2023年1月27日，参与中药配方颗粒国标/省标备案的

所有企业中，涉及的上市公司包括中国中药、华润三九、红日药业、神威药业等22家。其中，中国中药国标备案数量最多，达1239个，红日药业位居第二梯队，国标备案数量为994个，其余备案数量高于200个的企业包括神威药业、吉林敖东、华润三九、上海医药、以岭药业、珍宝岛。中国中药和红日药业国标备案总数量较多主要是因为二者在各地分布的配方颗粒业务子公司较多，因此在国标备案数量上占据优势。

图表26：上市公司中药配方颗粒国标/省标备案数量（数据截至2023年1月26日）



资料来源：国家药监局，万联证券研究所

注：图中排序以国标备案数量降序排序

3.3 产能：国六家试点产能布局领先

医院更换配方颗粒供应商成本较高（目前在等级医院端的基本模式，是通过与医院项目合作的方式，在医院建立单独的配方颗粒药房），这就要求合作供应商需要有足够的供应能力保障医院需求，因此供应能力是医院选择供应商时考虑的因素。

中国中药配方颗粒现有提取产能总计超50,000吨/年，制剂产能总计超15,000吨/年，在行业中领先优势明显。其他国六家试点企业中，四川新绿色、北京康仁堂和培力（南宁）药业产能分别为10000吨、6000吨、5000吨，国六家产能明显高于大多数行业参与者。

图表27：上市公司中药配方颗粒产能情况

上市公司	国6家试点企业	现有产能/年 (在建产能/年)
中国中药	江阴天江	提取产能总计超50,000吨/年，制剂产能总计超15,000吨/年
	广东一方	
华润三九	华润三九	-
培力农本方	培力（南宁）药业	约5000吨
红日药业	北京康仁堂	约6000吨
-	四川新绿色	10000吨
上市公司	省级试点企业	现有产能/年 (在建产能/年)

神威药业	神威药业	年产值人民币40亿元
吉林敖东	吉林敖东力源制药	-
香雪制药	湖南春光九汇	(投产后配方颗粒产值达8亿元)
珍宝岛	安徽九洲方圆	30亿袋/年, 产值达20亿以上
浙农股份	浙江景岳堂	-
上海医药	辽宁上药好护士药业	-
康缘药业	康缘药业	-
天士力	天士力	-
以岭药业	以岭药业	7500吨
柳药集团	广西仙莱制药	1500吨(3000吨)
新天药业	新天药业	-

资料来源: 各企业公告, 赛柏蓝, 中药配方颗粒网, 广西建工集团公众号, 万联证券研究所

3.4 市场: 下游客户粘性强, 子公司布局广更易受益行业扩容

► 存量市场: 医疗机构换供应商转换成本高, 试点企业客户黏性强

配药机系统模式是中药配方颗粒主流合作模式, 医院使用的配药机系统一般不兼容多家产品, 因为配药机系统涉及500种甚至700种配方颗粒标准化供应, 医疗机构更换中药配方颗粒厂商的转换成本较高, 这使医院对企业产生了很大的黏性。原试点企业已经领先耕耘市场二十年, 后期在医疗机构(不包含存在地方保护地区的市场)通过临床推广、医生教育以及安装智能配药机等增加客户黏性, 这部分市场后发企业很难进入。

图表28: 部分中药配方颗粒上市公司提高客户黏性措施

上市公司	措施
中国中药	公司推动“共享中药智能配送中心”模式, 14家配送中心遍布北京、上海、广东等九个省市区。免费向大医院提供配药机设备(不兼容其他公司产品)及系统, 通过提高医院供应商转换成本增加客户黏性。
红日药业	在多年的实践过程中形成了医院管理合作方案、学术教育合作方案、临床医疗合作方案、医药科研合作方案、在线教育合作方案等学术服务模式, 建立了院企合作和校企合作生态圈。
神威药业	2019年年底公司与医保监管部门进行谈判后, 主动下调了配方颗粒的出厂价, 调整后出厂价与医院内出售的中药饮片价格大幅拉近, 患者更趋向使用配方颗粒, 带动了更大的需求和竞争力

资料来源: 米内网, 万联证券研究所

► 新增市场: 在各省具备分公司的龙头企业更易受益行业扩容

从配方颗粒各生产企业国标备案情况来看, 只有少数上市公司除了在自身所在省份有备案外, 还外拓了多个其他省份市场。具体来说, 省份外拓较突出的包括中国中药, 除了优势省份广东和江苏以外, 在山东、湖南、湖北、云南、四川等多个省份设有配方颗粒业务子公司; 红日药业配方颗粒业务子公司布局也较广, 北京、河南、湖北、重庆和甘肃设有子公司。其余多个上市公司在本地和优势省份有业务分公司, 例如神威药业(河北和云南)、香雪制药(湖南和上海)等。

图表29：中药配方颗粒上市公司参与国标/省标备案分公司梳理

上市公司	参与国标/省标备案分公司
中国中药	江阴天江药业有限公司、广东一方制药有限公司、山东一方制药有限公司、云南天江一方药业有限公司、四川国药天江药业有限公司、广西一方天江制药有限公司、陕西一方平康制药有限公司、湖南一方天江药业有限公司、江西一方天江药业有限公司
红日药业	重庆红日康仁堂药业有限公司、甘肃佛慈红日药业有限公司、北京康仁堂药业有限公司、河南红日康仁堂药业有限公司、湖北辰美中药有限公司
华润三九	华润三九现代中药制药有限公司、华润三九医药股份有限公司
吉林敖东	吉林敖东延边药业股份有限公司、吉林敖东集团力源制药股份有限公司
神威药业	神威药业集团有限公司、云南神威施普瑞药业有限公司
百神药业	江西百神药业股份有限公司
贵州益佰	贵州益佰中药配方颗粒制药有限公司
国药现代	国药集团中联药业有限公司
济川药业	济川药业集团有限公司
康美药业	康美药业股份有限公司
康缘药业	江苏康缘药业股份有限公司
雷允上药业	上海雷允上药业有限公司
柳药集团	广西仙莱制药有限公司
盘龙药业	陕西盘龙药业集团股份有限公司
培力（南宁）药业	培力（南宁）药业有限公司
上海医药	辽宁上药好护士药业（集团）有限公司
天士力	天士力医药集团股份有限公司
香雪制药	广州市香雪制药股份有限公司
新天药业	贵阳新天药业股份有限公司
一心堂	鸿翔中药科技有限责任公司
以岭药业	石家庄以岭药业股份有限公司
珍宝岛	安徽九洲方圆制药有限公司

资料来源：国家药监局，万联证券研究所

我们认为，短期内，本土企业有本省销售红利期，因为可以同时满足本省省标和国标。长期看，随着未来更多品种国标发布和省标互认落地，在多个省份布点的企业优势将更突出。

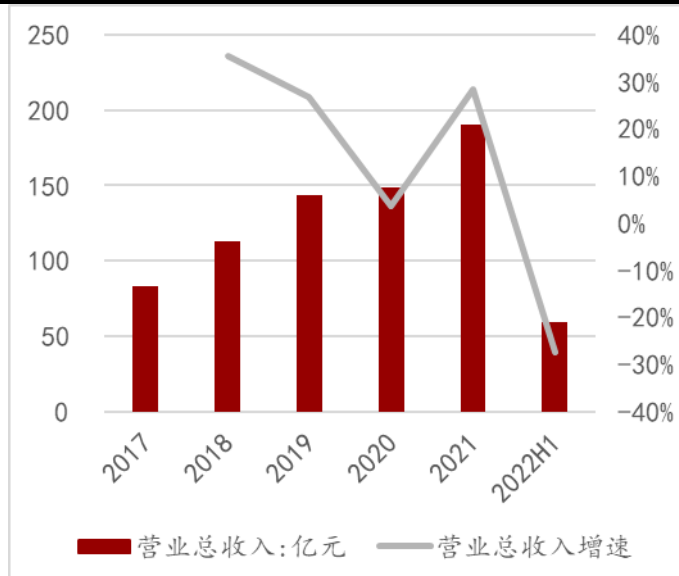
4 相关标的

4.1 中国中药：多项先发优势增厚公司护城河，保障公司龙头地位

公司业务包括中药材种植及经营、中药饮片、中药配方颗粒、成药、中药大健康产品、国医馆六大业务板块，其中配方颗粒业务多年占比达60%以上，是公司贡献最大的业务板块。据第三方机构统计，我国2021年中药配方颗粒市场总额约为人民币252亿元，公司占总体市场份额超过52%。

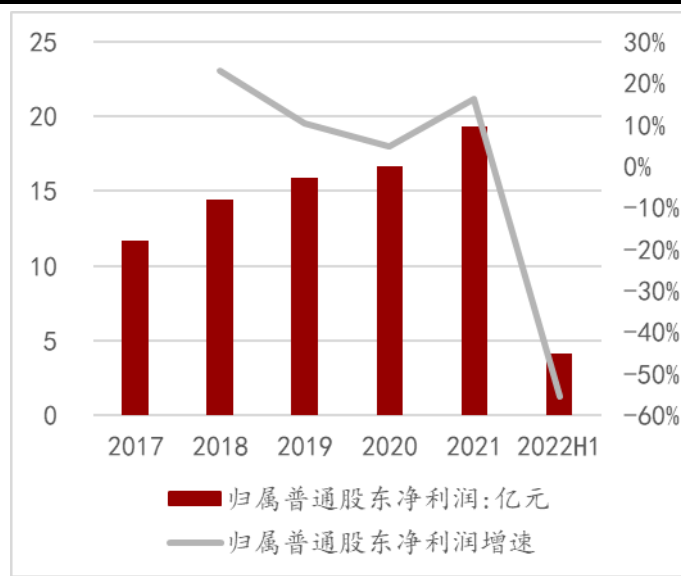
2021年公司营业总收入和归属于普通股股东净利润分别为190.71亿元和19.33亿元，增速分别为28.49%和16.2%。2020年营业总收入和归属于普通股股东净利润分别为59.18亿元和4014亿元，同比增速分别为-27.51%和-55.52%，主要受配方颗粒业绩承压拖累。

图表30: 中国中药近五年营业总收入和增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

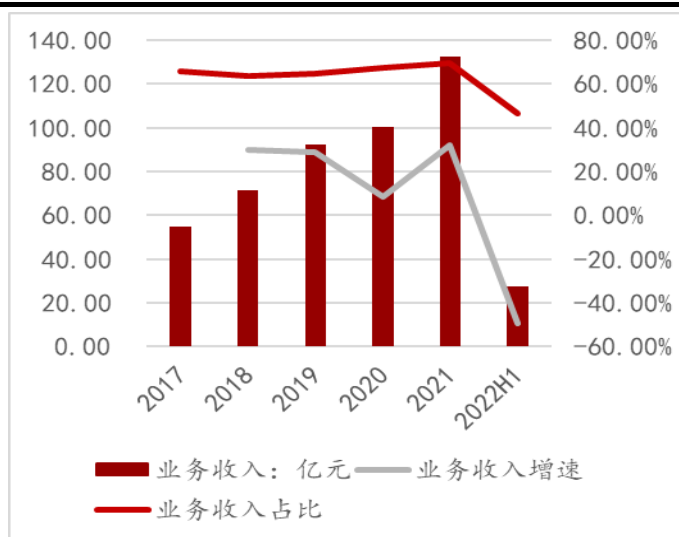
图表31: 中国中药近五年归普通股股东净利润和增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

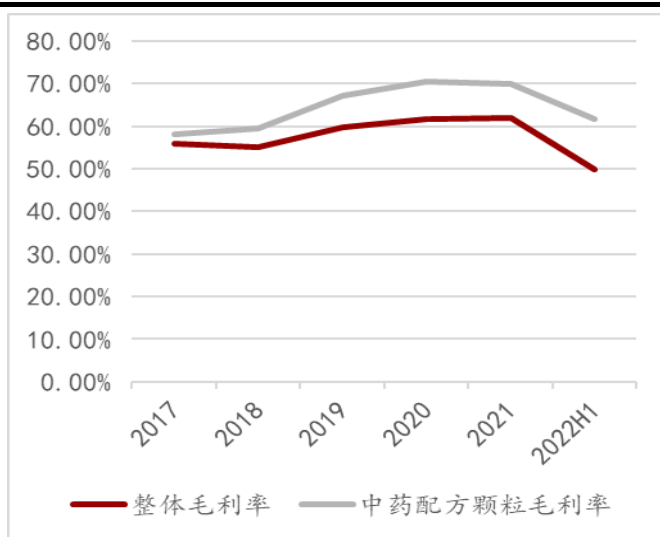
公司中药配方颗粒业务多年来业绩稳定增长, 2021年配方颗粒收入132亿元, 同比增速32.17%。2022年上半年营收同比降低49.10%, 毛利率回落至61.6%, 主要是因为2022年上半年配方颗粒业务处于试点结束后国标公布、国标备案以及生产销售的过度阶段, 公司中药配方颗粒业务因为目前国家标准及省级标准公布及备案品种不足, 终端组方受限, 影响销量, 及部分医疗机构由于新政策实施初期企标产品储备充足, 终端需求阶段性减少所致。

图表32: 中国中药近五年配方颗粒业务收入和占比



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表33: 中国中药近五年总毛利率和配方颗粒毛利率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

配方颗粒国六家试点企业之一, 品种数量和国标备案数量居首位。公司可生产700余种单味配方颗粒品种, 研发的品种数量代表公司的工艺技术、质量标准的水平。品种全, 不仅说明公司在相关工艺上具备先发优势, 而且品种全也是终端组方的必要条件。公司在工艺技术上具备先发优势, 也是试点结束后, 国标备案数量领先行业其他公司的主要原因。

配方颗粒业务子公司分布广泛, 产能布局和业务外拓具备先发优势。公司配方颗粒业务板块共有16家企业, 重点企业包括广东一方、陇西一方制药、江阴天江、安徽天祥

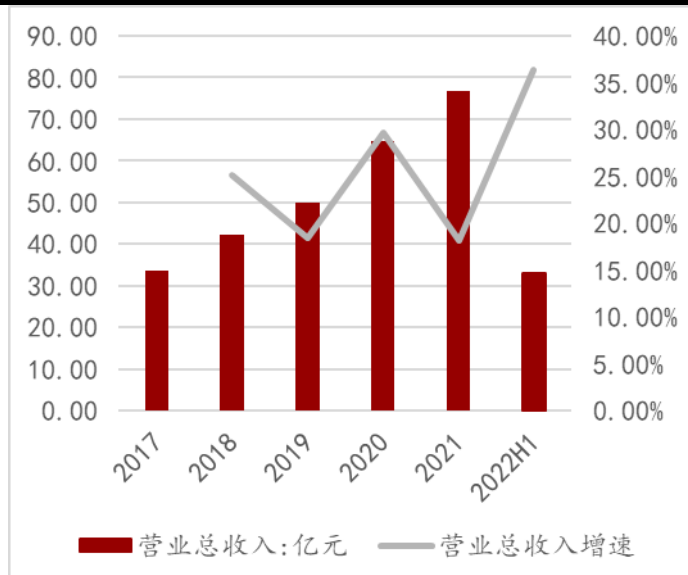
药业。各子公司产能储备充足，提取产能总计超50,000吨/年，而制剂产能总计超15,000吨/年，远高于行业其他公司。同时，因为分公司分布数量多分布广，公司在市场拓展方面更具备先发优势，更加受益试点放开后带来的扩容机遇。

规模化和集约化降低生产成本，配方颗粒业务毛利率逐年上升。除了2022年上半年受政策影响毛利率有所回落以外，近几年公司配方颗粒毛利率均处于上升趋势。一方面是公司配方颗粒业务规模大带来规模效应，另一方面是因为公司掌握上游原材料资源，可以从源头开始控制成本。公司大力推进道地产区GACP基地建设，在全国23个省、直辖市或自治区累计自建和共建GACP中药材基地207个，种植面积达到超15万亩，共涉及74个中药材品种。

4.2 红日药业：配方颗粒行业龙头，子公司设立范围广

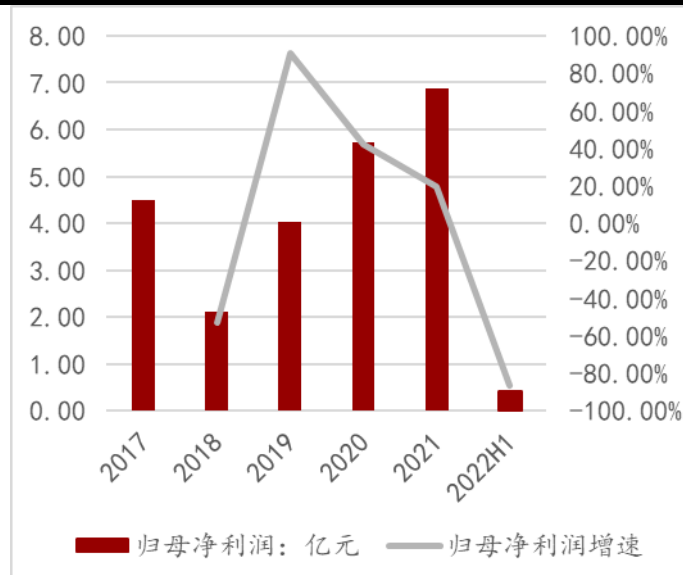
公司业务布局为中药配方颗粒、成品药、医疗器械、原辅料、医疗健康服务和药械智慧供应链等。从公司整体业绩来看，2021年营业收入和归母净利润分别是76.71亿元和6.87亿元，增速分别为18.23%和19.90%。2022年上半年实现营业收入和归母净利润分别为33.12亿元和0.41亿元，增速分别为36.32%和-86.41%。

图表34：红日药业近五年营业收入和增速



资料来源：Wind, 万联证券研究所

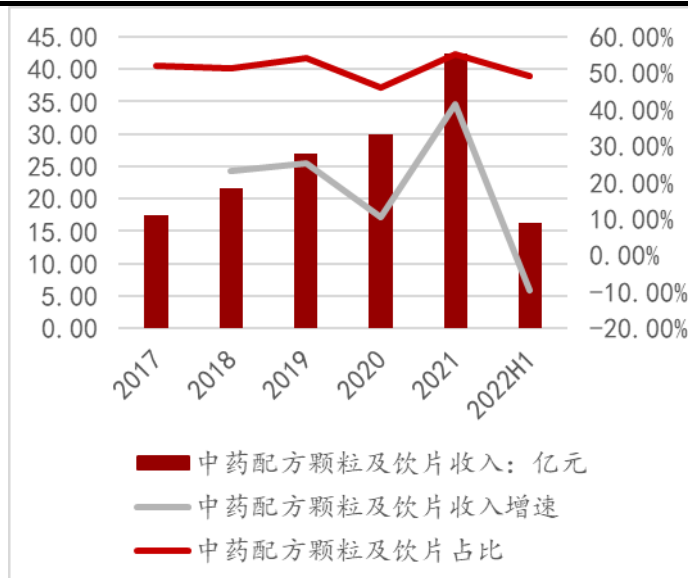
图表35：红日药业近五年归母净利润和增速



资料来源：Wind, 万联证券研究所

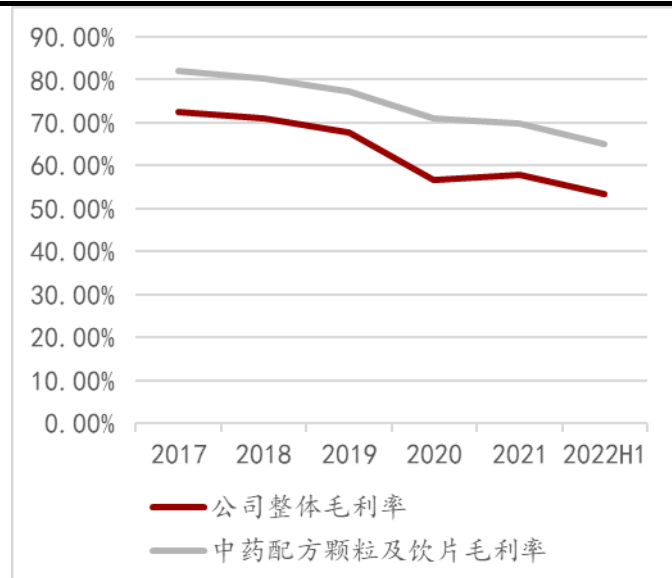
公司中药配方颗粒及饮片是收入占比最高的业务板块，2021年和2022年上半年占比分别为55.21%和49.18%。2021年中药配方颗粒及饮片营业收入为42.35亿元，实现41.59%的同比增速，2022年上半年实现收入16.29亿元，同比增速-9.50%。公司配方颗粒和饮片毛利率近两年稳定在70%左右，高于公司整体毛利率。2021以来毛利率有所下滑主要是受配方颗粒标准切换影响，这部分影响有望随着国标颁布增加有所缓解。

图表36: 红日药业近五年配方颗粒业务收入和占比



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表37: 红日药业总毛利率和配方颗粒及饮片毛利率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

配方颗粒国六家试点企业之一。公司中药配方颗粒产品超过600种,全资子公司北京康仁堂生产的中药配方颗粒是在“全成分®”理念指导下,借助现代化的技术,最大程度模拟传统中药汤剂煎煮方式,将中药饮片经提取、浓缩、干燥、制粒等工艺精制而成的单味中药产品,既保持了中药饮片的性味与功效,又极大程度的方便了患者的服用。

分公司分布广,国标和省标备案数量领先。从配方颗粒各生产企业国标备案情况来看,只有少数上市公司除了在自身所在省份有备案外,还外拓了多个其他省份市场。红日药业配方颗粒业务子公司布局也较广,北京、河南、湖北、重庆和甘肃设有子公司。截止2023年1月27日,红日药业是除了中国中药之外国标和省标备案数量最高的上市公司,分别为994个和857个。

积极进行全产业链布局,加快品种新标准的生产落地研究,优化制备工艺,持续拓展药材种植基地建设,保障药材品质稳定,形成满足高质量中药配方颗粒生产的内控质量标准。在全国范围内布局8个中药配方颗粒生产基地,建立了从药材、饮片、提取、制剂、包装、销售的全过程追溯体系,实现了配方颗粒全品种溯源。

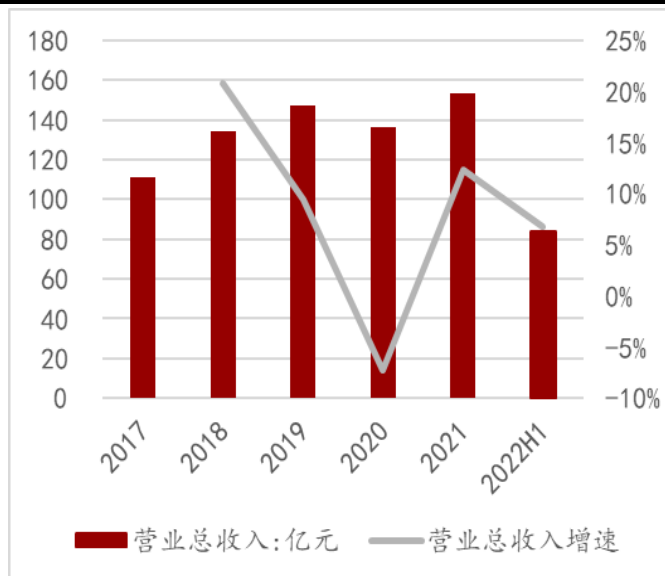
在产能建设方面,红日药业已经在北京、天津、河北、湖北、河南、重庆、甘肃建立了7个中药配方颗粒自动化生产基地。公司第八大生产基地项目在济南已启动,占地100亩,建成之后将年提取单味中药材1万吨,生产配方颗粒3000吨。

4.3 华润三九: OTC 行业龙头, 配方颗粒业务国六家试点企业之一

公司是中药OTC行业龙头,核心业务CHC自我诊疗和处方药聚焦优势领域,依托“999”品牌效应通过外延整合、终端渠道优化、品牌-创新双轮驱动、积极探索智能制造增效降本等,不断拓展市场边界,提高核心业务优势。

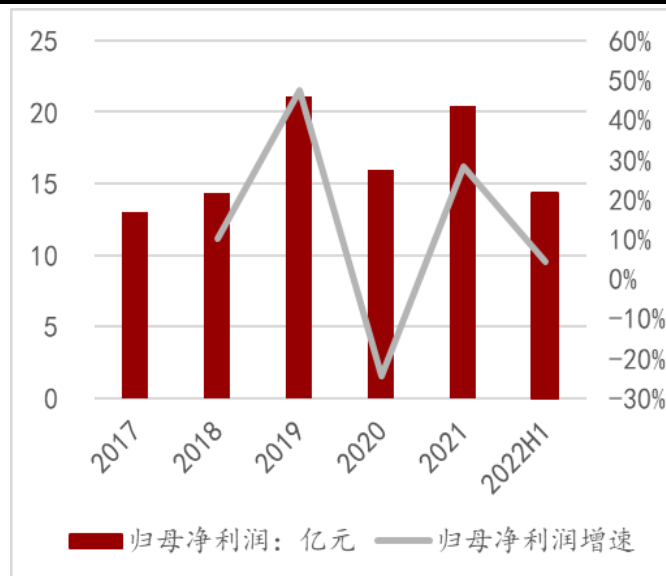
公司2021年营业收入和归母净利润分别为153.20亿元和20.47亿元,同比增速分别为12.34%和28.18%。2022年上半年营业收入和归母净利润分别是84.01亿元和14.33亿元,同比增速分别为6.82%和4.16%。

图表38: 华润三九近五年营业收入和增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表39: 华润三九近五年归母净利润和增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

配方颗粒国六家试点企业之一。公司可生产600余种单味配方颗粒品种。上游积极建立中药材种植基地,中游扩大布局产能,下游不断巩固和拓展医疗终端市场,同时建立了覆盖药材种植、中药饮片、配方颗粒生产全过程的溯源体系。2020年配方颗粒业务营业收入实现小幅上涨,整体营业额超过20亿元。

不断完善全产业链管理能力。公司专门设立了国药事业部来承接配方颗粒业务。2018年9月28日,公司“本草悟”中药饮片上市,进一步整合行业优质资源,驱动产业链价值共生。为了进一步拓展饮片业务,丰富国药业务布局,公司于2020年12月签署协议收购安徽润芙蓉药业有限公司60%股权,补充饮片业务产能。

扩增产能,巩固核心市场,公司加快拓展基层医疗市场,利用终端协同增加饮片业务布局。在浙江、云南、重庆、江西在新建配方颗粒的产能,未来几年公司固定资产资本性支出主要在配方颗粒业务。

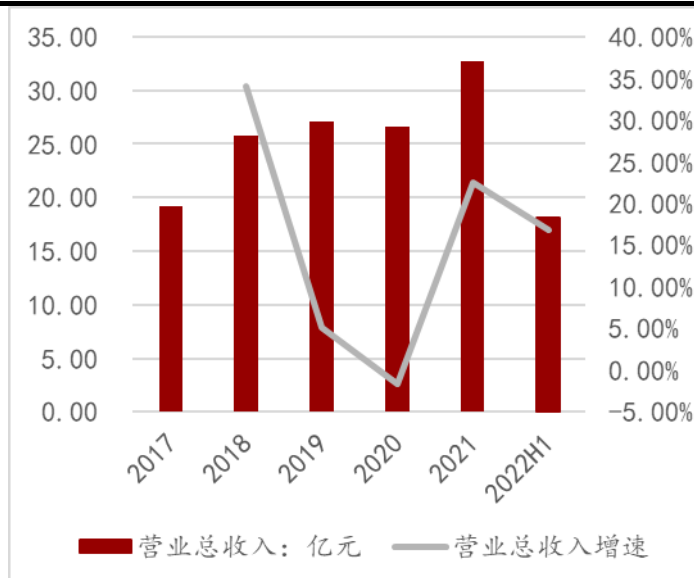
数字化和智能化改革赋予公司提高效率降低成本的能力。“十三五”期间,公司中药配方颗粒所属的国药事业部在智能制造项目的推进下,观澜车间生产效率提高了60%,整个产业链的运营成本降低了26%。此外,通过与工业协同SaaS服务商黑湖科技合作,公司实现了从单个工厂,到集团多工厂,再到产业链上下游的全面数字化协同。除了探索中药配方颗粒的智能化生产,公司还搭建了配方颗粒工业云平台,并向产业链上下游拓展,构建了中药配方颗粒分布式工厂协同制造的新模式。

4.4 神威药业: 省级试点企业中脱颖而出, 依托本土优势再拓优势地区市场

公司主营业务涵盖中药材种植、中药制剂、中药配方颗粒、中药饮片、保健品、生物制药等上中下游产业链,针对中老年用药、儿童用药、抗病毒用药、骨科用药等高速增长的目标市场,形成了现代中药注射液、现代中药软胶囊、现代中药颗粒剂、中药配方颗粒等特色产品。

公司2021年营业收入和归母净利润分别是32.66亿元和5.57亿元,同比增速分别为22.48%和88.68%;2022年上半年实现营业收入和归母净利润分别18.15亿元和3.31亿元,同比增速分别为16.76%和7.35%。

图表40: 神威药业近五年营业收入和增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表41: 神威药业近五年归属普通股股东净利润和增速

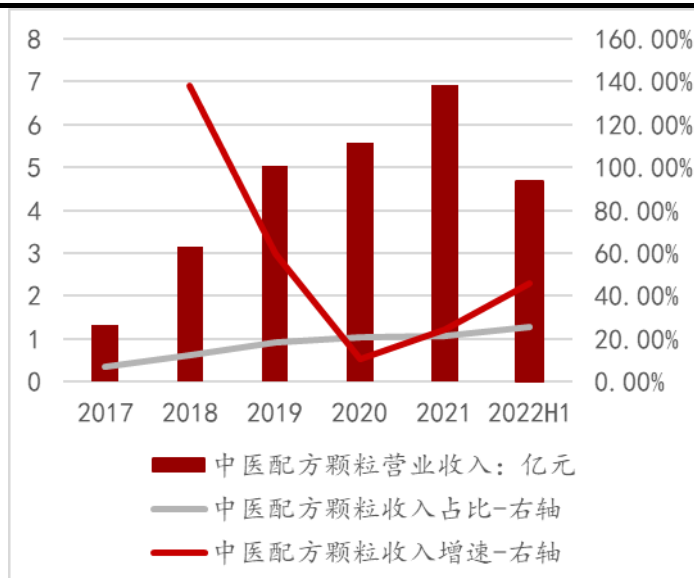


资料来源: Wind, 万联证券研究所

公司中药配方颗粒2021年销售额为人民币6.93亿元, 同比增长24.5%, 占公司营业额的21.5%, 毛利率达73.70%; 2022上半年销售额为4.46亿元, 同比增长45.96%, 占公司营业额的25.84%, 毛利率达70.10%, 略低于公司整体毛利率。

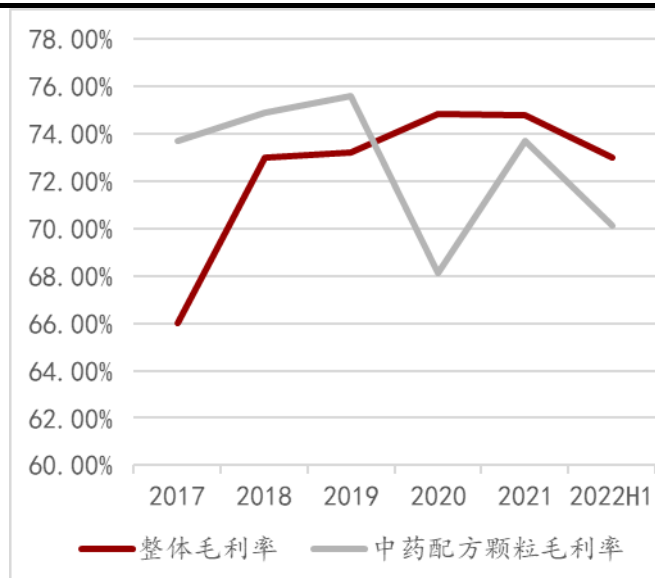
截止2022年上半年, 公司中药配方颗粒大部分销量仍来自于河北省。和其他公司2022年上半年业绩承压相比, 神威药业2022年上半年高速增长, 根据公司年报披露, 主要是因为公司技术工艺的优势、过硬的质量和优越的客户服务, 驱使本集团中药配方颗粒快速发展。公司配方颗粒在河北销售额同比大幅上升, 在云南省通过学术营销亦取得骄人成绩, 产生的销售额同比增长186.3%。

图表42: 神威药业近五年配方颗粒业务收入和占比



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表43: 神威药业整体和中药配方颗粒及饮片毛利率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

配方颗粒省级试点企业佼佼者, 配方颗粒品种数量齐全。公司具备700余种配方颗粒研发标准和工艺, 面对全国市场放开的机遇, 公司加快各目标省份备案工作, 2021年底已经完成所有省份国标品种的备案。

试点期间依托本土政策红利占据河北主要市场, 试点结束后开拓云南市场并壮大产

能。2021年全力开拓云南市场，和初期开拓河北市场进度相约。2021年内成立了云南省中药配方颗粒重点实验室、工程研究中心两个中医药创新平台，云南市场2021年销售额超过人民币3,310万元，公司目前正继续全面展开云南省医疗机构学术推广的工作。和市场开拓同步的是积极壮大产能建设，公司亦于2021年底前完成加大中药配方颗粒产能至年产值人民币40亿元，为中药配方颗粒全国发展打下坚实基础。

5 投资建议

■ 受益于政策红利，配方颗粒未来有望突破千亿元规模

行业有望迎来量价齐升。1) 中药配方颗粒技术含量高于传统中药饮片，价格更高，同时，新标准提高了配方颗粒成本，配方颗粒存在提价窗口期。2) 试点结束后，备案制放开配方颗粒企业准入，行业参与者数量将增加，有能力的企业有望突破政策壁垒，参与行业竞争。其次，未来省标互认有望落地，将加速行业扩容。医疗终端门槛从二级以上中医院(含综合医院)扩大到所有医疗机构，需求增量驱动行业规模扩张。

医保支付落地驱动行业扩容。配方颗粒只能在医疗机构销售，因此医保支付对行业发展有重要意义。试点结束后，各省医保局陆续发文表明支持配方颗粒纳入医保。多个省份从2021年到2023年逐步细化配方颗粒医保支付政策，从纳入医保数量(包括新增)、支付政策(包括个人支付比例等)等方面落实。

未来随着配方颗粒对中药饮片替代率的提升，2025年行业有望突破千亿规模。

■ 国六家试点企业和部分省级试点企业具备先发优势，强者恒强

国六家试点企业重视布局上游药材基地，成本管控能力强，未来竞争格局利好早期试点企业。新标准实施后配方颗粒成本上升，成本控制能力是企业生存关键，早期试点企业具备全产业链布局，而一般中成药企业由于重点生产的中成药品种数量较少，涉及的上游材料品种也有限，因此难以形成超百个品种的种植基地。

国六家试点企业和部分省级试点企业在品种数量和国标备案数量上具备优势，展现公司工艺技术和质量标准上的优势，国六家更是参与了多个国标起草。

存量市场上，医疗机构换供应商转换成本高，试点企业客户黏性强；新增市场开拓上，在各省具备分公司的龙头企业更易受益行业扩容。

国六家企业在产能上领先行业其他参与者。生产企业产能布局是匹配市场外拓的重要基础，医院在选择合作供应商的同时也会参考企业供应持续性的问题。配方颗粒各参与者积极提升产能，国六家企业更具领先优势。

相关标的：中国中药(0570.HK)、红日药业(300026.SZ)、华润三九(000999.SZ)、神威药业(2877.HK)

6 风险提示

药品加成政策取消风险；集采降价超预期风险；竞争格局加剧风险；中药配方颗粒在医疗端渗透率不及预期风险；中药配方颗粒国标发布进展不达预期风险

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

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

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

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

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

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

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场