



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

中药创新药投资机会再梳理，政策推进迎来发展新机遇

——中医药行业专题十四

分析师：谭国超 (S0010521120002)

分析师：李昌幸 (S0010522070002)

2023年2月20日

华安证券研究所



核心观点

- **重磅政策接踵而至，推进中药创新药加速发展**
- 2020年中药注册管理办法改革后，中药新药上市速度加快。而2023年2月10日国家药监局发布的《中药注册管理专门规定》，进一步加强了对中药研制的指导，具有较强的实操性。可以预见，未来相关中药新药获批有望加速。并且2022年首个经典名方获批上市、创新中药医保谈判结果积极等各方面因素，都将推进中药创新药加速发展。
- **中药创新药：头部玩家产品梯队清晰，研发管线值得期待**
- 《专门规定》出台下，中药企业的研发管线价值进一步凸显。众多中药生产企业中，持续布局中药创新、研发管线完善、研发体系清晰的中药公司具有显著的先发优势，也将充分享受行业发展的红利，其研发管线的进一步转化值得期待，而其也将拥有估值溢价。建议关注研发体系完备、管线丰富的中药创新药公司，相关标的：康缘药业、以岭药业、天士力、新天药业、方盛制药等。
- **中药CRO：行业格局未定，少数标的可把握先发优势**
- 近年来中药政策持续向好，鼓励中药传承与创新，但中药研发涉及多组分，药理机制复杂，目前临床有效性评价不充分，中药CRO行业发展仍较为滞后和受限。从趋势上来看，随着政策不断推进落地中药创新将持续受益，中药研发市场扩容，中药研发外包率提升；企业需求将引导中药CRO行业规范、快速发展。因此预计在政策催化下，拥有先发优势的标的将最先享受市场红利，相关标的：博济医药、阳光诺和等。
- **投资逻辑：随着中药注册管理体系的逐步完善，拥有研发体系的中药创新药公司以及创新转型下的中药CRO公司值得关注。**
 - 研发体系完备、管线丰富的中药创新药公司：康缘药业、以岭药业、天士力、新天药业、方盛制药等；
 - 中药CRO公司：博济医药、阳光诺和等。
- **风险提示：医药行业政策变化风险；新药审批进度不及预期风险；行业竞争加剧风险等。**



目 录

- **1.重磅政策接踵而至，推进中药创新药加速发展**
- **2.中药创新药梳理：头部玩家产品梯队清晰，研发管线值得期待**
- **3.中药CRO梳理：行业格局未定，少数标的可把握先发优势**
- **4.投资建议：重视研发管线价值，看好板块长远发展**
- **5.风险提示**

1. 重磅政策接踵而至，推进中药创新药加速发展

- 1.1. 2021~2022年中药创新药回顾
- 2020年中药注册管理办法改革后，中药新药上市速度加快。2021年有12个中药新药获批上市，而2022年虽然受疫情等多方面因素影响，但也有7个中药新药获批。这两年的19个中药新药中，包含1类新药10个、3类新药5个、5类/6类新药4个。
- 从治疗领域上，获批产品集中在呼吸道疾病用药和抗抑郁药两大领域，分别占到5个和2个。根据米内网数据，呼吸系统疾病中成药销售规模超过600亿元，神经系统疾病中成药销售规模超过110亿元。
- 从申报的企业来看，上市公司康缘药业3个（苓桂术甘颗粒、散寒化湿颗粒、银翘清热片）；以岭药业2个（解郁除烦胶囊、益肾养心安神偏）；其余均为一个：康恩贝（黄蜀葵花总黄酮口腔贴片）、人福医药（广金钱草总黄酮胶囊）、健民集团（七蕊胃舒胶囊）、方盛制药（玄七健骨片）、天士力（坤心宁颗粒）、中国中药（化湿败毒颗粒）、步长制药（宣肺败毒颗粒）。

2021-2022年获批上市中成药

获批年份	药品名称	注册分类	企业简称	批准文号	治疗亚类
2022年	参葛补肾胶囊	1.1类中药	华春药业	国药准字Z20220008	抗抑郁药
	苓桂术甘汤颗粒	3.1类中药	康缘药业	国药准字C20220002	呼吸道疾病其它用药
	芪胶调经颗粒	原中药6.1类	安邦制药	国药准字Z20220007	妇科调经药
	黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	原中药5类	康恩贝	国药准字Z20220006	口腔溃疡用药
	广金钱草总黄酮胶囊	1.2类中药	光谷人福	国药准字Z20220003	结石用药
	淫羊藿素软胶囊	1.2类中药	坤诺基	国药准字Z20220002	抗肿瘤药
	散寒化湿颗粒	3.2类中药	康缘药业	国药准字C20220001	呼吸道疾病其它用药
2021年	七蕊胃舒胶囊	1.1类中药	健民药业	国药准字Z20210009	胃药（胃炎、溃疡）
	虎贞清风胶囊	1.1类中药	一力制药	国药准字Z20210007	风湿性疾病用药
	解郁除烦胶囊	1.1类中药	以岭药业	国药准字Z20210008	抗抑郁药
	坤心宁颗粒	1.1类中药	天士力医药	国药准字Z20210006	妇女更年期用药
	玄七健骨片	1.1类中药	方雪制药	国药准字Z20210004	消肿止痛用药
	芪蛭益肾胶囊	1.1类中药	凤凰制药	国药准字Z20210005	糖尿病用药
	银翘清热片	1.1类中药	康缘药业	国药准字Z20210003	感冒用药
	益气通窍丸	原中药6类	华康医药科	国药准字Z20210002	鼻炎用药
	益肾养心安神片	原中药6类	以岭药业	国药准字Z20210001	安神补脑药
	化湿败毒颗粒	3.2类中药	一方制药	国药准字C20210002	呼吸道疾病其它用药
	宣肺败毒颗粒	3.2类中药	步长制药	国药准字C20210003	呼吸道疾病其它用药
	清肺排毒颗粒	3.2类中药	中国中医科学院	国药准字C20210001	呼吸道疾病其它用药

资料来源：米内，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



1.重磅政策接踵而至，推进中药创新药加速发展

- 1.1. 2021~2022年中药创新药回顾
- 从中药创新药临床数据来看，中药企业研发项目增长。根据米内网数据，2021-2022年共有66个中药新药获得临床试验默示许可。其中1类中药创新药49个、2类中药改良型新药17个，而康缘药业（5个）、以岭药业（3个）、天士力（3个）独占鳌头。

2021-2022年中药新药获批临床情况

药品名称	注册分类	企业简称	状态开始时间	药品名称	注册分类	企业简称	状态开始时间	药品名称	注册分类	企业简称	状态开始时间
小儿二白止痛颗粒	1.1类	盈科瑞	2022/12/28	从蓉总苷胶囊	2.3类	康缘药业	2022/4/19	柏金颗粒	1.1类	中南民族大学	2021/10/1
养正消积胶囊	2.3类	以岭药业	2022/12/21	柴金解郁安神片	1.1类	湖南中医药大学	2022/4/12	芹槐胶囊	1.1类	天衡药业	2021/9/4
芪参益气滴丸	2.3类	天士力医药	2022/12/15	枣柏安神颗粒	1.1类	康缘药业	2022/3/31	HC001颗粒	1.1类	厚成医药科	2021/9/4
通降颗粒	2.3类	健民药业	2022/10/27	石榴花栓	1.1类	新疆维吾尔自治区维吾尔医药研究所	2022/3/31	复方延麦搽剂	1.1类	活尔生物	2021/8/31
舒肝解郁胶囊	2.3类	济生堂药业	2022/10/27	秦苓颗粒	1.1类	纽维珀奥医药	2022/3/11	康复新肠溶胶囊	2.2类	京新药业	2021/8/26
九味化斑丸	1.1类	天士力医药	2022/9/28	牛贝消核颗粒	1.1类	奇方药业	2022/3/11	理中消癌颗粒	1.1类	盈科瑞	2021/7/24
抗敏镇咳颗粒	1.1类	天津乐敦	2022/9/6	姜石颗粒	1.1类	中国医药研究开发中心	2022/3/8	颅通胶囊	1.1类	上海绿谷	2021/7/24
AC591颗粒	1.1类	江苏省中医药研究院	2022/9/6	驹藿片	1.1类	纽维珀奥医药	2022/3/3	六合丹软膏	1.1类	四川大学华西医院	2021/6/10
止咳橘红颗粒	2.4类	康芝药业	2022/9/6	全三七片	1.1类	云南白药	2022/3/1	散风通窍滴丸	2.3类	扬子江药业	2021/6/10
心阳片	1.1类	广州中医药大学第一附属医院	2022/9/3	补肾脂总苷胶囊	1.2类	江苏省中医药研究院	2022/2/22	馥感淋口服液	2.3类	一品红制药	2021/6/3
小儿香薷颗粒	1.1类	一力制药	2022/8/16	QA108颗粒	1.1类	岐微生物	2022/1/24	小儿莲花清感颗粒	1.1类	以岭药业	2021/5/25
柴苓通淋片	1.1类	以岭药业	2022/8/4	白热斯丸	1.1类	新疆维吾尔自治区维吾尔医药研究所	2022/1/12	痰热清胶囊	2.3类	凯宝药业	2021/5/25
前列闭尿通栓	2.3类	济仁药业	2022/8/4	和胃解毒胶囊	1.1类	新林制药	2022/1/5	雪蟾软胶囊	1.1类	天蟾生物	2021/4/17
黄脂胶囊	1.1类	四川省中医药科学院	2022/7/19	巴蜀颗粒	1.1类	新疆华世丹	2021/12/15	复方丹参滴丸	1.1类	天士力医药	2021/4/14
ZY002妇科凝胶	1.1类	正阳药业	2022/6/28	清扬温中片	1.1类	扬子江药业	2021/12/15	广防风胶囊	1.3类	上海药港生物	2021/3/27
连翘四味汤散	2.2类	内蒙古自治区国际蒙医医院	2022/6/28	九味疏风平喘颗粒	1.1类	康缘药业	2021/12/1	生肌止痛烧伤膏	1.1类	颂德制药	2021/3/19
清肺达原颗粒	1.1类	劲牌特正堂药业	2022/6/20	并防合剂	2.3类	厚普制药	2021/11/26	静脉炎颗粒	1.1类	图纬医药;康缘药业	2021/3/19
清达颗粒	1.1类	福建中医药大学	2022/6/20	马甲子胶囊	2.3类	四川省中医药科学院	2021/11/22	安心颗粒	1.1类	苏州玉森	2021/3/17
黄氏响声儿童喷雾剂	2.1类	济煜山禾医药	2022/5/16	补肾和脉颗粒	1.1类	瑞阳制药	2021/11/16	芥味胶囊	1.1类	四川省中医药科学院	2021/3/16
消肿生肌口服液	1.2类	好医生攀西药业	2022/5/6	滋肾育胎丸	2.3类	白云山中一药业	2021/11/16	延芍利胆片	1.1类	湖南中嘉	2021/2/24
金振口服液	2.3类	康缘药业	2022/4/25	乳藤胶囊	1.1类	中南民族大学	2021/10/27	宫项炎康凝胶	1.1类	江西百神	2021/2/23
大林红景天胶囊	2.3类	康缘药业	2022/4/22	艾拉片	1.1类	中国科学院新疆理化技术研究所	2021/10/14	景红颗粒	1.1类	新疆维吾尔自治区药物研究所	2021/2/6

资料来源：米内，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



1.重磅政策接踵而至，推进中药创新药加速发展

- 1.2. 政策跟踪：重磅政策出台，推进行业高质量发展
- 2023年2月10日，国家药监局发布《中药注册管理专门规定》，要求推进中医药理论、人用经验和临床试验“三结合”，建立具有中药特点的审评审批体系。体现中药注册管理的新理念和改革举措，并加强了对中药研制的指导，具有较强的实操性。
- 《专门规定》明确规定，以下5种情形中药新药的注册申请实行优先审评审批：①用于重大疾病、新发突发传染病、罕见病防治；②临床急需而市场短缺；③儿童用药；④新发现的药材及其制剂，或者药材新的药用部位及其制剂；⑤药用物质基础清楚、作用机理基本明确。
- 可以预见，随着《专门规定》的实施，相关中药新药获批有望加速。

《中药注册管理专门规定》主要内容

章目	名称	条数	内容
第一章	总则	10条	强调传承与创新并重，坚持以临床价值为导向、中医药理论指导，注重临床实践，改革、完善审评证据体系和疗效结局指标；建立符合中药特点的安全性评价要求，强化中药研制全过程的质量控制，保障中药资源可持续利用。
第二章	中药注册分类与上市审批	6条	明确中药注册分类、研制路径和模式，建立适合中药研制情形的简化审批、优先审批、附条件审批、特别审批的相应规定。
第三章	人用经验证据的合理应用	11条	明确了中药人用经验的具体内涵，以及作为支持中药安全性、有效性证据的合规性和药学研究要求；明确了合理使用人用经验证据支持注册申请，合理豁免非临床安全性研究及部分临床试验的情形；引入真实世界证据作为支持产品上市的依据；对医疗机构中药制剂应用人用经验的情形进行明确。
第四章	中药创新药	13条	根据中药特点分别规定了临床、药学及药理毒理方面的相应要求，涉及明确中药复方组方要求，新药材及其制剂、提取物及其制剂研究基本原则和要求等。
第五章	中药改良型新药	7条	明确改良型新药研发的基本原则，并针对改剂型、改变给药途径、增加功能主治、改变工艺或辅料等引起药用物质基础或药物吸收、利用明显改变等改良型新药情形，分别提出研制要求。
第六章	古代经典名方中药复方制剂	6条	明确了古代经典名方制剂的注册管理总体要求、研制基本要求、审评模式，以及该类制剂上市后的研究要求。
第七章	同名同方药	6条	明确了同名同方药的研制基本原则，规定了对照同名同方药的选择要求，以及同名同方药开展临床试验以及豁免临床试验的条件。
第八章	上市后变更	8条	提出中药上市后变更的总体要求；明确了变更规格、生产工艺及辅料、适用人群、用法用量、处方药味等常见变更情形的研制要求；明确替代或减去国家药品标准处方中的毒性药味或处于濒危状态药味、将处方中按新药批准的提取物由外购变更为自行提取、删除主治或者适用人群范围等特殊变更情形的研制要求。
第九章	中药注册标准	4条	明确中药注册标准的研制目标，支持探索建立整体质量控制方法和持续完善中药质量标准体系；明确企业内控标准与注册标准的关系。
第十章	药品名称和说明书	5条	明确中药通用名称的命名要求，对已上市中药的说明书完善提出了要求。对含毒性中药饮片的中药、主治为证候的中药复方制剂以及来源于古代经典名方中药复方制剂的说明书均作出了针对性的有关要求。
第十一章	附则	6条	主要包括天然药物、境外已上市而境内未上市产品、中药注射剂等研制要求，以及医疗机构中药制剂的注册管理有关规定。明确《专门规定》施行日期等。

资料来源：药监局，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

1. 重磅政策接踵而至，推进中药创新药加速发展

- 1.3. 经典名方转化成果初现，保密配方中药品种稀缺性进一步凸显
- 2022年12月，首个按古代经典名方目录管理的中药复方制剂（即中药3.1类新药）苓桂术甘颗粒通过技术审评，获批上市。药品处方来源于汉·张仲景《金匱要略》，已列入《古代经典名方目录（第一批）》，由康缘药业持有药品上市许可证。
- 目前公布了《古代经典名方目录》第一批100个、《古代经典名方目录（第二批儿科部分）》7个，新成果有望加快转化。
- 并且《专门规定》也对“同名同方药”做出相应具体要求，也意味着中药大品种可能会受到一定冲击，内网数据显示，2022E中国城市实体药店终端销售过5亿元的独家中成药有18个。但是如片仔癀、云南白药、同仁堂、广誉远等已获国家专利保护、国家保密配方的品种将不会受到明显冲击，其稀缺性将进一步凸显。

2022E中国城市实体药店终端销售额超过5亿元的独家中成药

药品名称	企业简称	销售额	治疗大类	是否OTC	是否医保
京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈菴总厂	12亿+	呼吸系统疾病用药	甲类（双跨）	-
连花清瘟胶囊	以岭药业	11亿+	呼吸系统疾病用药	甲类	甲类
舒筋健腰丸	白云山陈李济药厂	11亿+	骨骼肌肉系统疾病用药	甲类（双跨）	-
片仔癀	漳州片仔癀药业	11亿+	消化系统疾病用药	甲类（双跨）	-
肠炎宁片	康恩贝	10亿+	消化系统疾病用药	甲类（双跨）	乙类
铁皮枫斗颗粒	浙江天皇药业	8亿+	呼吸系统疾病用药	乙类	-
益安宁丸	同溢堂药业	7亿+	补气补血类用药	甲类（双跨）	-
蓝岑口服液	扬子江药业	7亿+	五官科用药	乙类	乙类
复方丹参滴丸	天士力	6亿+	心脑血管疾病用药	-	甲类
消痛贴膏	奇正藏药	6亿+	骨骼肌肉系统疾病用药	乙类（双跨）	乙类
龙牡壮骨颗粒	健民药业	6亿+	儿科用药	甲类	乙类
蒲地蓝消炎口服液	济川药业	6亿+	呼吸系统疾病用药	-	-
复方阿胶浆	东阿阿胶	6亿+	补气补血类用药	乙类（双跨）	乙类
云南白药气雾剂	云南白药	6亿+	骨骼肌肉系统疾病用药	乙类	甲类
急支糖浆	太极集团	5亿+	呼吸系统疾病用药	甲类（双跨）	乙类
补肺丸	丽彩甘肃西峰制药	5亿+	呼吸系统疾病用药	甲类	-
金水宝胶囊	江西金水宝制药	5亿+	泌尿系统疾病用药	乙类（双跨）	乙类
金嗓子喉片	广西金嗓子	5亿+	五官科用药	甲类（双跨）	-

资料来源：米内，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



1.重磅政策接踵而至，推进中药创新药加速发展

- 1.4. 2022医保谈判落地，目录外中药谈判降幅有限，16个中成药解除限制
- 2023年1月8日，2022年国家医保谈判落幕，其中目录外中药谈判15个品种谈判成功8个，成功率53.33%，降幅控制在80%以内，并且目录内的中成药解除限制品种有16个。

2022年医保谈判成功目录外中药情况

通用名	是否独家	通过的申报条件	生产企业	规格	是否谈判成功	22版支付标准	参考降幅 (对比挂网价)
解郁除烦胶囊	是	目录外条件1	以岭药业	每粒装0.4g(相当于饮片1.55g)	√	1.96元(0.4g(相当于饮片1.55g)/粒)	
坤心宁颗粒	是	目录外条件1	天士力医药	6g*9 6g*1	√	9.3元(6g(相当于饮片20g)/袋)	-72%
七菟胃舒胶囊	是	目录外条件1	健民药业	0.5g(相当于饮片0.5g)	√	3.28元(0.5g(相当于饮片0.5g)/粒)	-58%
芪姪益肾胶囊	是	目录外条件1	凤凰制药	0.38g(相当于饮片2.86g)	√	2.36元(0.38g(相当于饮片2.86g)/粒)	-79%
清肺排毒颗粒	是	目录外条件1,3	片仔癀药业	每袋15g*6 每袋15g*1	√	20.6元(15g(相当于饮片49g)/袋)	-37%
玄七健骨片	是	目录外条件1	方盛制药	0.45g*1	√	3.1元(0.45g(相当于饮片2.83g)/片)	-53%
益肾养心安神片	是	目录外条件1	以岭药业	每片重0.4g(相当于饮片1.4g)	√	2.08元(0.4g(相当于饮片1.4g)/片)	
银翘清热片	是	目录外条件1	康缘药业	每片重0.36g(相当于饮片1.22g)	√	2.90元(0.36g(相当于饮片1.22g)/粒)	

2022年医保目录解除限制品种情况

药品名称	生产企业	2022版备注	2021版备注
清开灵注射液	神威药业、亚宝药业、白云山等	限二级及以上医疗机构	限二级及以上医疗机构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
参松养心胶囊	以岭药业		限有室性早搏的诊断证据
稳心片(胶囊、颗粒)	步长制药		限有室性早搏、房性早搏的诊断证据
脑心通丸(片、胶囊)	步长制药		限中重度脑梗塞、冠心病心绞痛患者
丹参注射液	华润三九、四川升和、山西太原等38家	限二级及以上医疗机构	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性发作证据的患者
血塞通注射液	云南白药、葵花药业、珍宝岛、昆药集团等14家	限二级及以上医疗机构	限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者
注射用血塞通(冻)	珍宝岛、昆药集团	限二级及以上医疗机构	限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者
血栓通注射液	丽珠集团、梧州制药(中恒集团)、雷允上等	限二级及以上医疗机构	限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者
注射用血栓通(冻干)	梧州制药(中恒集团)	限二级及以上医疗机构	限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者
西黄丸(胶囊)	同仁堂、广誉远、太极集团等		限恶性肿瘤
华蟾素片(胶囊)	华润三九		限癌症疼痛
平消片(胶囊)	华森制药、宁夏金太阳等5家		限恶性实体肿瘤
贞芪扶正片(胶囊、颗粒)	甘肃兰药		限恶性肿瘤放疗化疗血象指标低下
仙灵骨葆胶囊	国药同济堂		限中、重度骨质疏松
仙灵骨葆片(颗粒)	国药同济堂		限中、重度骨质疏松
金蝉止痒胶囊	重庆希尔安		限荨麻疹

资料来源：医保局，药智网，药筛，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

目 录

- 1.重磅政策接踵而至，推进中药创新药加速发展
- 2.中药创新药梳理：头部玩家产品梯队清晰，研发管线值得期待
- 3.中药CRO梳理：行业格局未定，少数标的可把握先发优势
- 4.投资建议：重视研发管线价值，看好板块长远发展
- 5.风险提示

2. 中药创新药标的梳理

中药创新药公司估值表

	股票	股票	总市值	收盘价	PE	净利润（亿元）				PE			PEG		
	代码	名称	（亿元）	（元）	（TTM）	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
中药创新药	600557 .SH	康缘药业	156	26.64	39	3.21	4.15	5.24	6.50	37	30	24	1.3	1.1	1.0
	002603 .SZ	以岭药业	545	32.60	35	13.44	17.44	20.17	23.49	31	27	23	1.0	1.7	1.4
	600535 .SH	天士力	193	12.87	36	23.59	7.57	11.52	13.20	26	17	15		0.3	1.0
	002873 .SZ	新天药业	37	16.00	32	1.01	1.27	1.65	2.08	29	23	18	1.1	0.8	0.7
	603998 .SH	方盛制药	47	10.75	18	0.70	2.89	1.63	2.36	16	29	20	0.1		0.4

资料来源：Wind（Wind一致，2023/2/19）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

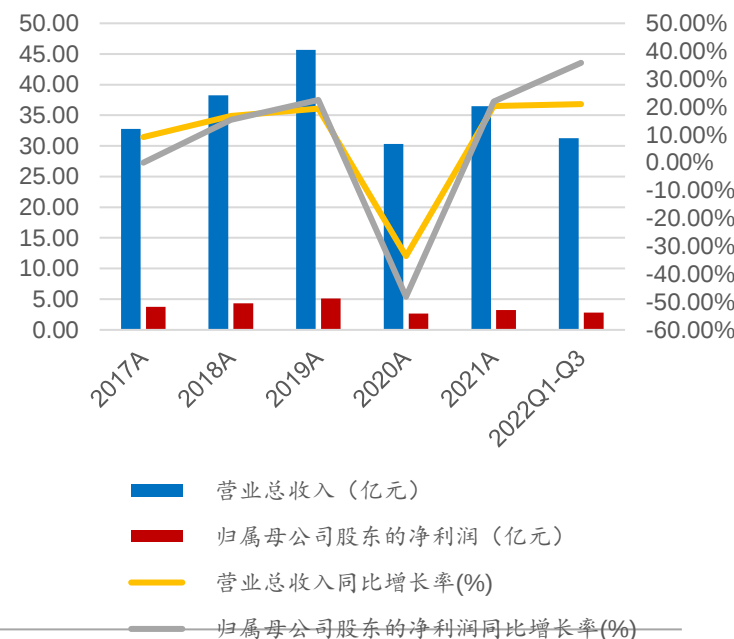
2.1 康缘药业：创新中药领先者，业绩表现稳步向好

- 公司于2000年成立，是一家集中药研发、生产、贸易为一体的大型中药企业，坚持创新驱动，以中医药发展为主体，并积极布局化学药等领域，目前主要产品线聚焦病毒感染性疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域。
- 公司营业收入从2017年的32.75亿元增加至2021年的36.49亿元；归母净利润从2017年3.74亿元减少至2020年的3.21亿元。2022年前三季度营业收入为31.25亿元（+20.97%），归母净利润为2.81亿元（+35.83%）。

公司主要产品

治疗领域	批准文号	产品	适应症	医保
呼吸	国药准字 Z20050217	热毒宁注射液	外感风热所致感冒、咳嗽；上呼吸道感染、急性支气管炎	是
呼吸	国药准字 Z10970018	金振口服液	小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者	是
妇科	国药准字 Z10950005	桂枝茯苓胶囊	妇人瘀血阻络所致癥块、经闭、痛经、产后恶露不尽；子宫肌瘤，慢性盆腔炎包块等	是
妇科	国药准字 Z20030127	散结镇痛胶囊	瘀瘀互结兼气滞所致的继发性痛经、月经不调、盆腔包块、不孕	是
心脑血管	国药准字 Z10950004	天舒胶囊	血瘀阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，痛有定处，或头晕胁痛、失眠烦躁，舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛见上述症候者。	是
心脑血管	国药准字 Z32020535	通塞脉片	轻中度动脉粥样硬化性血栓性脑梗死(缺血性中风中经络)恢复期气虚血瘀证	是
心脑血管	国药准字 Z20120024	银杏二萜内酯葡胺注射液	中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期瘀瘀阻络证，症见半身不遂，口舌歪斜，言语蹇涩，肢体麻木等。	是
骨伤科	国药准字 Z20010045	腰痹通胶囊	血瘀气滞、脉络闭阻所致腰痛、腰椎间盘突出	是
骨伤科	国药准字 Z10970019	复方南星止痛膏	骨性关节炎属寒湿瘀阻证	是
儿科	国药准字 Z20150075	九味熄风颗粒	小儿多发性抽动症	是

公司业绩情况



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

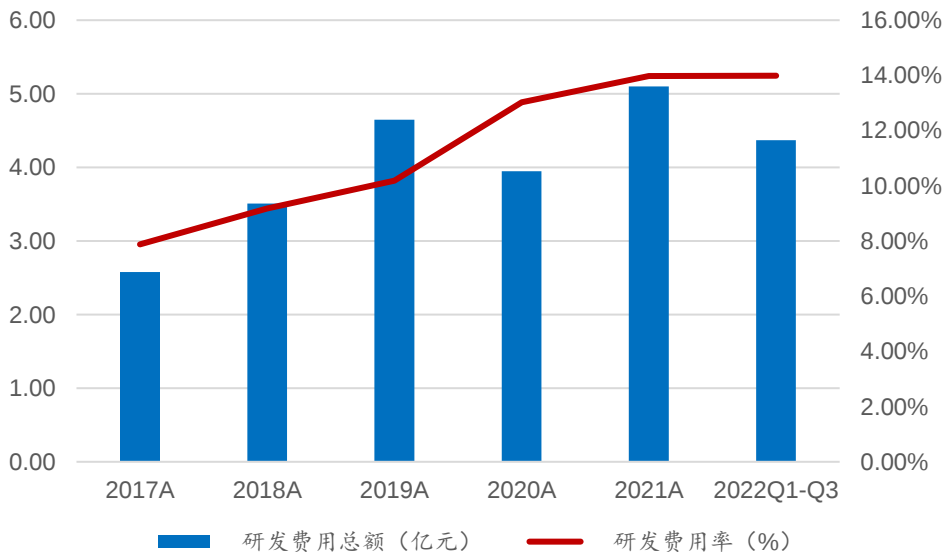
2.1 康缘药业创新中药管线梳理

- 在已上市品种培育方面，公司有序开展杏贝止咳颗粒、金振口服液、复方南星止痛膏、热毒宁注射液等主要品种的循证医学临床研究，并获得多个中药获批临床试验通知书和生产批件。
- 公司持续加大研发投入，研发费用从2017年的2.58亿元持续增长至5.10亿元，年复合增长率为18.57%。2022年前三季度研发费用为4.37亿元，研发费用率增长至为13.98%。

公司主要创新药品管线

产品	适应症	研发阶段
参蒲盆炎颗粒	盆腔炎性疾病后遗症-慢性盆腔痛（湿热瘀阻证）	III期临床
紫辛鼻鼽颗粒	持续性变应性鼻炎	III期临床
静脉炎颗粒	血栓性浅静脉炎急性期	II期临床
苁蓉润通口服液	功能性便秘	II期临床
KY0467颗粒	儿童手足口病	II期临床
银杏二萜内酯	中风病急性期痰瘀阻络症	II期临床
SIPI-2011片	室性心律失常	已完成I期临床
喹诺利辛片	良性前列腺增生症	I期临床
SIPI-2011	室性心律失常	I期临床
泽泻降脂胶囊	高脂血症	I期临床

研发费用情况（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，药智网，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

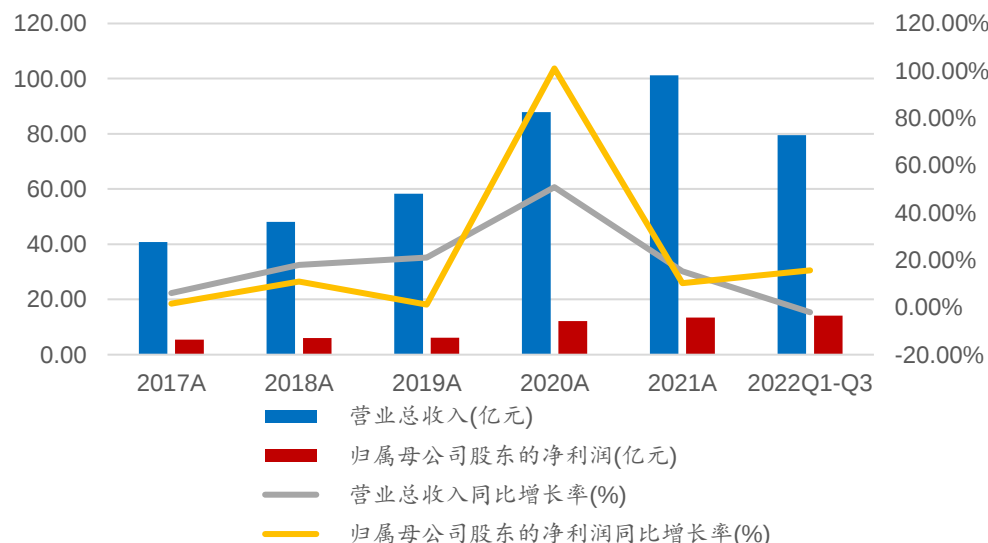
2.2以岭药业：独创“络病证治”体系，创新中药前景广阔

- 公司由创始人中国工程院吴以岭院士于2001年创立，于2011年在深圳证券交易所上市，是国内中药龙头企业。主营业务为专利创新中药的研发、生产和销售，同时积极布局化生药和健康产业。
- 公司营业收入从2017年的40.81亿元持续增长至2021年的101.17亿元，年复合增长率为15.48%；归母净利润从2017年5.41亿元增长至2021年的13.44亿元，年复合增长率为25.55%。2022年前三季度营业收入为79.46亿元（-2.04%），归母净利润为14.14亿元（+15.58%）。预计2022年净利润为21.5亿元-24.18亿元，同比增长60%到80%。

公司主要产品

领域	批准文号	产品	适应症	医保
心脑血管疾病	国药准字Z19980015	通心络胶囊	心绞痛,冠心病	医保甲类
	国药准字Z20103032	参松养心胶囊	冠心病	医保甲类
	国药准字Z20040141	芪苈强心胶囊	心力衰竭	医保甲类
感冒呼吸疾病	国药准字Z20040063	连花清瘟胶囊	流感,新型冠状病毒感染	医保甲类
	国药准字Z20200004	连花清咳	急性气管、支气管炎	医保乙类
糖尿病	国药准字Z20050845	津力达颗粒	2型糖尿病、糖尿病并发症	医保乙类
肿瘤	国药准字Z20040095	联合放化疗治疗原发性肝癌	联合放化疗治疗原发性肝癌	医保乙类
		养正消积胶囊	肝癌	医保乙类
前列腺疾病	国药准字Z20123085	夏荔芪胶囊	轻、中度良性前列腺增生症脾肾气虚兼痰瘀证	医保乙类
抗衰老	国药准字B20020585	八子补肾胶囊	延缓衰老	—
精神神经疾病	国药准字B20020867	枣椗安神口服液	神经衰弱症见失眠，多梦，头晕者	—

公司业绩情况



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

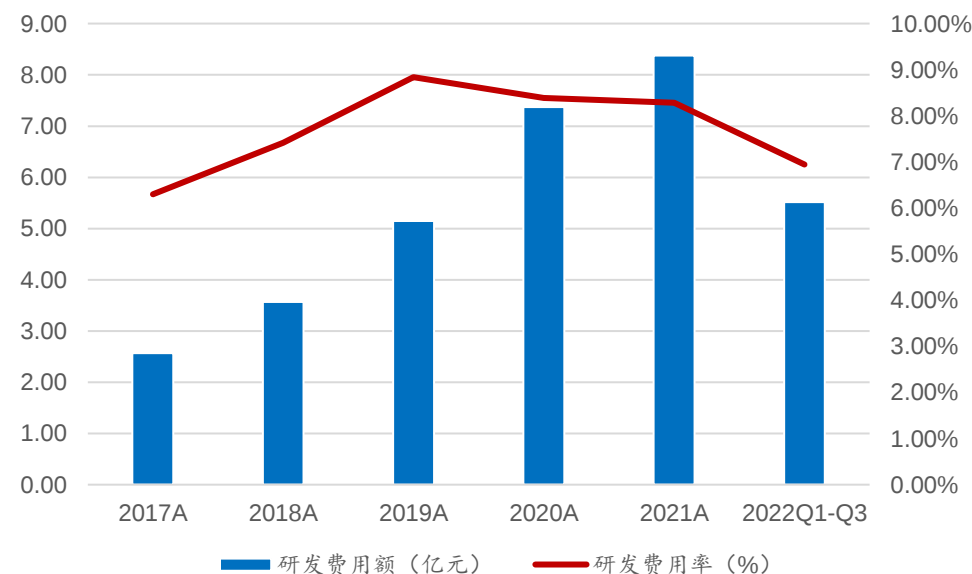
2.2以岭药业创新中药管线梳理

- 专利中药板块中，通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊、连花清瘟胶囊等已成为临床疾病防治的基础用药；化生药板块中，化学一类新药研发工作正在顺利推进，其中苯胺洛芬（术后疼痛、癌症疼痛）已完成III期临床阶段，正在申报NDA。
- 公司持续加大研发投入，研发费用从2017年的2.57亿元持续增长至2021年的8.38亿元，年复合增长率为34.38%。2022年前三季度研发费用为5.52亿元，研发费用率一直保持在6%以上。

公司主要创新药品管线

类别	产品	适应症	研发阶段
中药	芪黄明目胶囊	糖尿病视网膜病变	批准上市 (2022.9.2)
中药	络痹通片	类风湿性关节炎	III期临床
中药	柴黄利胆胶囊	慢性胆囊炎	III期临床
中药	玉屏通窍片	过敏性鼻炎	III期临床
中药	小儿连花清感颗粒	儿童感冒	III期临床
化药	苯胺洛芬注射液	术后疼痛	申报NDA
化药	芬乐胺片	帕金森氏病	I期总结收尾阶段
化药	XY0206片	实体瘤、急性髓性白血病	I期临床完成，筹备II/III期
化药	XY03-EA片	缺血性脑卒中	I期收尾，II期筹备

研发费用情况（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，药智网，华安证券研究所

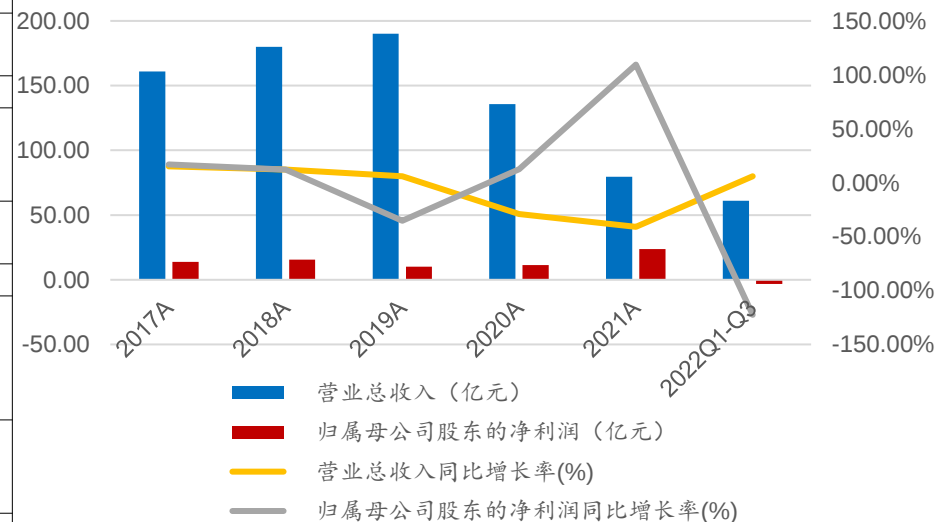
2.3 天士力：中药现代化领军企业

- 公司成立于1994年，于2002年在上海证券交易所挂牌上市，以大健康公司康产业为主线，以生物医药产业为核心，以健康产业和医疗康复、健康养生、健康管理为两翼的高科技国际化企业集团。主营业务为现代中药、化学药等的科研、种植、提取、销售等，持续聚焦心脑血管、消化代谢、肿瘤三大疾病领域。
- 公司营业收入从2017年的160.94亿元减少至2021年的79.52亿元，归母净利润从2017年13.77亿元增长至2021年的23.59亿元。2022年前三季度营业收入为61.01亿元（+0.06%），归母净利润为-3.34亿元（-123%）。预计2022年度实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为6.68-7.73亿元，同比增加10%-27%。

公司主要产品

治疗领域	批准文号	产品	适应症	医保
心脑血管	国药准字Z10950111	复方丹参滴丸	气滞血瘀所致的胸痹、冠心病心绞痛	是
心脑血管	国药准字Z20063808	养血清脑颗粒（丸）	血虚肝旺所致的头痛眩晕、心烦易怒、失眠多梦	是
心脑血管	国药准字Z20030139	芪参益气滴丸	气滞血瘀所致的胸痹、冠心病心绞痛	是
心脑血管	国药准字Z20060463	注射用益气复脉	冠心病劳累性心绞痛气阴两虚证、冠心病所致慢性左心功能不全II、III级气阴两虚证	是
心脑血管	国药准字Z20110011	注射用丹参多酚酸	中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期瘀血阻络证	是
心脑血管	国药准字S20110003	重组人尿激酶原	急性ST段抬高心肌梗死	是
肿瘤	国药准字H20040637	替莫唑胺胶囊	新诊断的多形性胶质母细胞瘤，开始先与放疗联合治疗，随后作为辅助治疗。常规治疗后复发或进展的多形性胶质母细胞瘤或间变性星形细胞瘤。	是
肿瘤	国药准字H20203704	吉非替尼片	单药适用于具有表皮生长因子受体(EGFR)基因敏感突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌(NSCLC)	是
精神神经类	国药准字H20070069	右佐匹克隆片	失眠	是
泌尿领域	国药准字H20193416	他达拉非片	男性勃起功能障碍	—

公司业绩情况

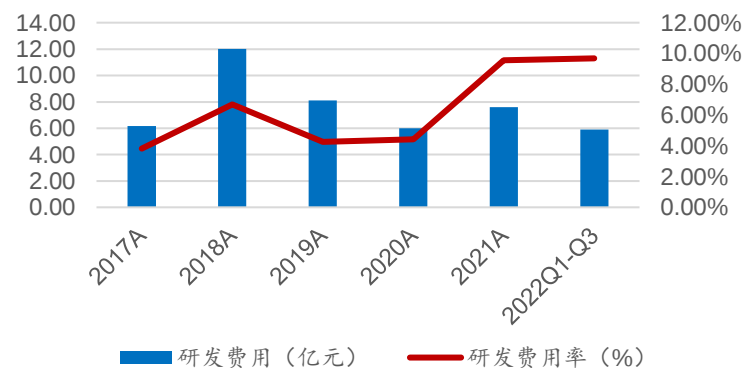


资料来源：Wind，公司公告，药智网，华安证券研究所

2.3 天士力创新中药管线

- 公司产品管线丰富，核心布局在心脑血管、消化代谢以及肿瘤领域，分别布局20、16和22个在研项目和产品。
- 公司持续加大研发投入，研发费用从2017年的6.16亿元持续增长至7.61亿元，年复合增长率为5.43%。2022年前三季度研发费用为5.91亿元，研发费用率增长至为9.69%。

研发费用情况（亿元）



公司产品管线

产品	药物类型	适应症	研发阶段
安神颗粒	中成药6类	失眠症	三期临床
复方丹参滴丸心绞痛（国际注册）	中成药1.1类	心绞痛	三期临床
复方丹参滴丸AMS（国际注册）	中成药1.1类	急性高山症	三期临床
脊痛宁胶囊	中成药6.1类	脊柱关节炎属肾阳亏虚	三期临床
三黄睛视明丸	中成药6.1类	年龄相关性黄斑变性	二期临床
连夏消痞颗粒	中成药6.1类	消化不良	二期临床
中风回语颗粒	中成药6.1类	缺血性脑卒中	二期临床
肠康颗粒	中成药6.1类	腹泻型肠易激综合征	二期临床
苏苏小儿止咳颗粒	中成药6.1类	儿童普通感冒所致咳嗽	二期临床
香橘乳癖宁胶囊	中成药6类	乳腺增生症	二期临床
芪苓温肾消囊颗粒	中成药6类	多囊卵巢综合征	二期临床
胡黄连总苷颗粒	中成药5类	非酒精性脂肪性肝炎	二期临床
养血清脑AD	中成药1类	轻中度阿尔茨海默病	二期临床
芪参益气心衰	中成药2.3类	射血分数保留性慢性心力衰竭	二期临床
加参片	中成药6类	冠心病所致慢性心力衰竭	一期临床
九味化斑丸	中成药1.1类	中度斑块型银屑病血热证和血瘀证	一期临床
PXT3003	化药2.3类	1A型腓骨肌萎缩症（CMT1A）	三期临床
PARP抑制剂	化药1类	乳腺癌	二期临床
JS1-1-01片	化药1类	抑郁症	一期临床
注射用重组人尿激酶原急性缺血性脑卒中	生物药2.2类	急性缺血性脑卒中	三期临床
安美木单抗	生物药1类	晚期结直肠癌三线及以上	二期临床
FR α 靶点ADC	—	卵巢癌和子宫内膜癌	一期临床
培重组人成纤维细胞生长因子21	生物药1类	2型糖尿病(T2DM)和非酒精性脂肪肝炎(NASH)	一期临床
PDL1/VEGF双抗	生物药1类	晚期实体肿瘤	一期临床

资料来源：Wind，公司公告，药智网，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

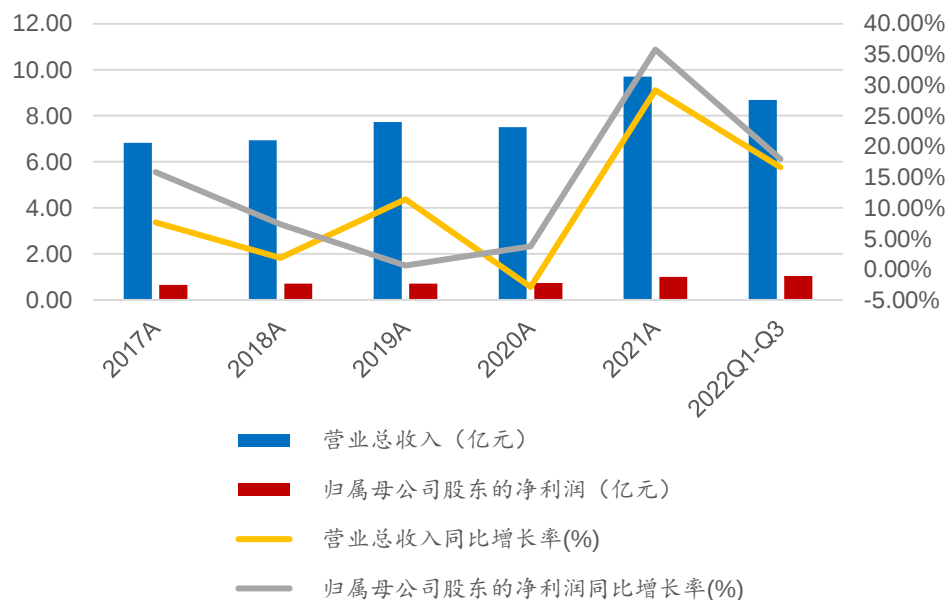
2.4新天药业：新药研发叠加二次开发，创新中药迎来收获期

- 公司成立于1995年，2017年上市，是一家专注于中成药新药研产销一体化的国家高新技术企业，主要聚焦于妇科类、泌尿系疾病类疾病用药，同时涵盖口腔类、乳腺甲状腺类、抗感冒类抗肿瘤类等领域疾病中成药产品。
- 公司营业收入从2017年的6.82亿元增长至2021年的9.70亿元，归母净利润从2017年0.66亿元增长至2021年的1.01亿元。2022年前三季度营业收入为8.69亿元（16.63%），归母净利润为1.05亿元（17.94%）。

公司主要产品

类别	批准文号	药品名称	适应症	医保
抗肿瘤	国药准字Z20025501	欣力康颗粒/胶囊	癌症放化疗的辅助治疗	—
妇科	国药准字Z20000083	坤泰胶囊	绝经期前后诸证阴虚火旺者、妇女卵巢功能衰退更年期综合征	是
妇科	国药准字Z20050058	苦参凝胶	滴虫性阴道炎及阴道霉菌感染等妇科慢性炎症	是
妇科	国药准字Z20100037	调经活血胶囊	气滞血瘀兼血虚所致月经不调、痛经	是
泌尿	国药准字Z20025442	宁泌泰胶囊	湿热蕴结所致淋证，以及下尿路感染、慢性前列腺炎	是
泌尿	国药准字Z20060225	热淋清片	湿热蕴结，小便黄赤、淋漓涩痛之症，尿路感染、肾盂肾炎见上述症候者	是
口腔	国药准字Z20025005	龙掌口含液	口臭、复发性口疮（口腔溃疡）、牙龈炎、牙周炎	—
乳腺甲状腺	国药准字Z19990052	夏枯草口服液	火热内蕴所致的头痛、眩晕、瘰癧、瘰癧、乳痛肿大、甲状腺肿大、淋巴结核、乳腺增生病见上述症候者	是
抗感冒	国药准字Z20050407	感冒止咳胶囊	感冒或流感发热，头痛鼻塞，伤风咳嗽，咽痛，肢痛	—
清热	国药准字Z52020064	黄柏胶囊	湿热泻痢，黄疸，带下，热淋，脚气，痿痹，骨蒸癆热，盗汗，遗精，疮疡肿毒，湿疹瘙痒	—
补血	国药准字Z20090846	当归益血口服液	贫血，头晕，心悸健忘，妇女月经不调，产后血虚、体弱	—

公司业绩情况



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

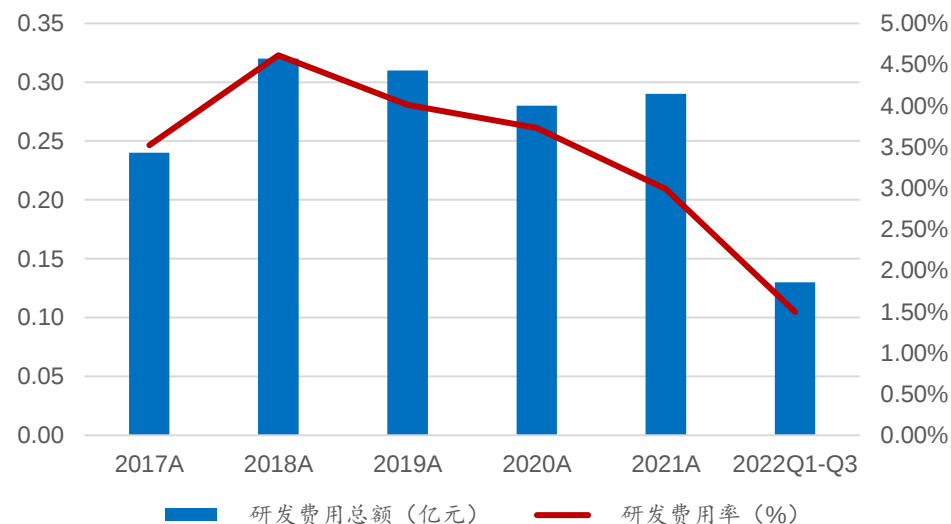
2.4新天药业创新中药管线

- 公司主导产品中，坤泰胶囊、宁泌泰胶囊属于中药1类新药范畴，均已获批上市。主要在研项目有术愈通颗粒（非胃肠吻合术后肠麻痹）、龙苓盆腔舒颗粒（盆腔炎性疾病后遗症）和苦莪洁阴凝胶（细菌性阴道病）3个中药新药，均已完成III期临床试验。
- 公司研发费用从2017年的0.24亿元增加至0.29亿元。2022年前三季度研发费用为0.13亿元，研发费用率为1.50%。

公司核心产品在研管线

类别	产品	适应症	研发阶段
中药6类	术愈通颗粒	非胃肠吻合术后肠麻痹	已完成III期临床
中药6类	龙苓盆腔舒颗粒	盆腔炎性疾病后遗症	已完成III期临床
中药6类	苦莪洁阴凝胶	细菌性阴道病	已完成III期临床

研发费用情况（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

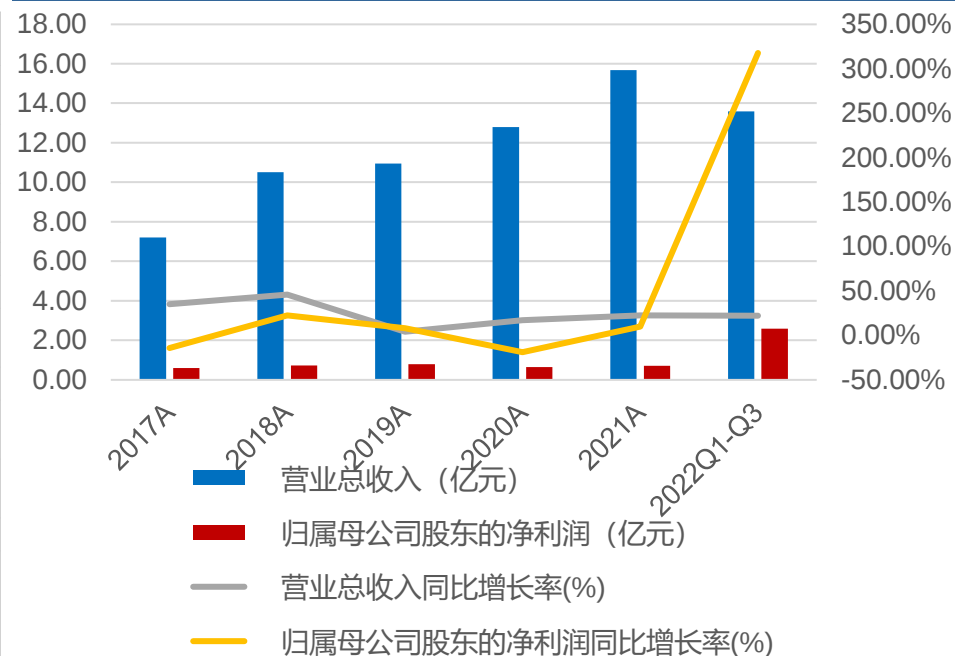
2.5 方盛制药：聚焦创新中药，战略布局清晰

- 公司成立于2002年，2009年完成股份制改造，2014年于上海证券交易所挂牌上市，公司产品丰富，主要领域包括：抗感染、抗肿瘤、心脑血管、消化系统、骨科、儿科等，打造“338”产品矩阵。
- 公司营收从2017年的7.21亿元持续增长至2021年的15.67亿元，归母净利润从2017年0.60亿元增长至2021年的0.70亿元。2022年前三季度营收为13.58亿元（21.99%），归母净利润为2.59亿元（+317.5%）。预计报告期内该公司实现归属于母公司所有者的净利润为2.8亿元到3.2亿元，同比增加299.77%到356.88%。

公司主要产品

治疗领域	批准文号	产品	适应症	医保
心脑血管	国药准字Z20064307	血塞通分散片	活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量功效	是
心脑血管	国药准字Z20050272	银杏叶分散片	适用于高血压，头晕目眩，腰膝酸痛，筋骨痠软等症	否
骨科	国药准字Z20090570	藤黄健骨片	肥大性脊椎炎，颈椎病，跟骨刺，增生性关节炎，大骨节病	是
骨科	国药准字Z20153022	跌打活血胶囊	舒筋活血，散瘀止痛	是
妇科	国药准字Z20100046	金葵胶囊	慢性盆腔炎等	否
妇科	国药准字Z20050279	黄藤素分散片	妇科炎症，菌痢，肠炎，呼吸道及泌尿道感染，外科感染，眼结膜炎	否
妇科	国药准字H20061227	奥硝唑阴道栓	细菌性阴道病，滴虫性阴道炎	否
儿科	国药准字Z20190021	小儿荆杏止咳颗粒	小儿外感风寒化热轻度急性支气管炎引起的咳嗽，咯痰，痰黄，咽部红肿、发热等症	是
抗微生物药	国药准字H20093161	头孢克肟片	对头孢克肟敏感的链球菌属（肠球菌除外），肺炎球菌等引起的细菌感染性疾病	是
抗微生物药	国药准字H20093886	头孢丙烯片	敏感菌所致的轻、中度感染	是
传染科	国药准字H20150051	阿德福韦酯分散片	治疗有乙型肝炎病毒活动复制证据，并伴有血清氨基转移酶（ALT或AST）持续升高或肝脏组织学活动性病变的肝功能代偿的成年慢性乙型肝炎患者	是

公司业绩情况



资料来源：Wind，公司公告，药智网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



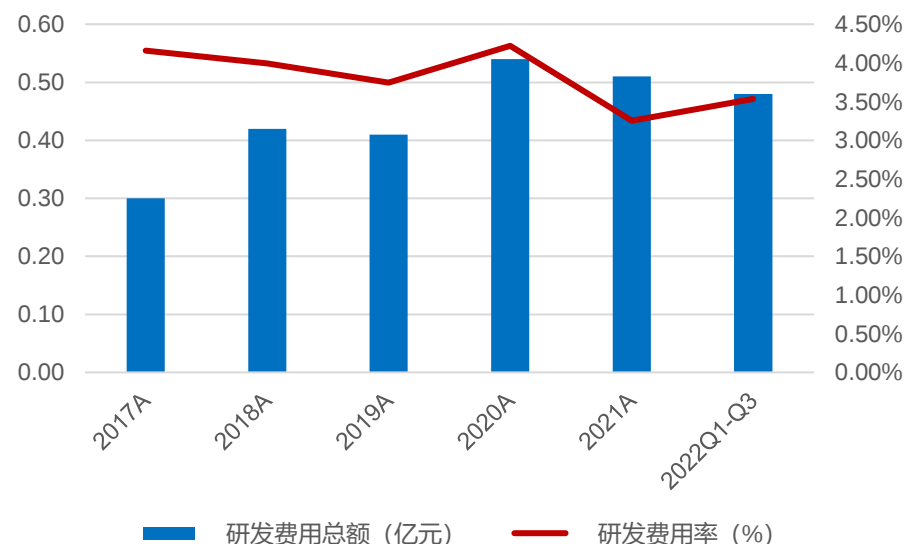
2.5方盛制药创新药管线

- 公司产品丰富，主要领域包括：抗感染、抗肿瘤、心脑血管、消化系统、骨科、儿科等；已有多项在研产品，其中头孢克肟片已通过一致性评价并于2022年7月入选全国药品集采。
- 公司持续加大研发投入，研发费用从2017年的0.3亿元增长至0.51亿元，年复合增长率为14.19%。2022年前三季度研发费用为0.48亿元，研发费用率为3.53%。

公司核心产品在研管线

产品	适应症	研发阶段
头孢克肟片	适用于对头孢克肟敏感的链球菌属（肠球菌除外）	已通过一致性评价
小儿荆杏止咳颗粒	急性气管-支气管炎	二期临床
诺丽通颗粒	头痛隐隐，反复发作，遇劳加重，头晕，头脑昏沉	临床试验结束，准备上市

研发费用情况（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，药智网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



2.6 中药创新药管线价值将逐步体现

- 中药创新药估值探讨：我们认为，随着中药注册管理办法改革持续推进，中药创新药管线价值逐步体现，而这一部分的价值也将逐步体现在公司估值之中。相应的，中药创新药的管线也可能逐步参考创新药的管线DCF方法，给予上市公司相应的价值加成，从而带来估值的提升。

某创新药公司估值DCF法举例

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业额（亿元）	2.25	8.52	33.30	77.20	93.32	111.34	121.70	132.54	141.04	142.61
		278%	291%	132%	21%	19%	9%	9%	6%	1%
产品1		5.04	19.14	45.39	54.71	58.17	55.74	50.73	46.95	41.54
产品2			9.52	17.01	20.66	23.79	23.51	21.42	18.39	15.80
产品3	2.25	3.48	4.64	5.76	6.88	6.39	5.90	5.65	5.62	4.47
产品4				9.03	9.07	12.99	16.54	19.74	15.08	10.80
其他					2.00	10.00	20.00	35.00	55.00	70.00
自由现金流（亿元）	0.68	2.56	9.99	23.16	28.00	33.40	36.51	39.76	42.31	42.78
折现年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
FCF现值（亿元）	0.61	2.11	7.50	15.82	17.38	18.85	18.73	18.55	17.94	16.49
现值总额	134.01									
永续期价值现值（亿元）	210.31									
WACC	10%									
永续增长率	2%									
总计（亿元）	344.32									

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

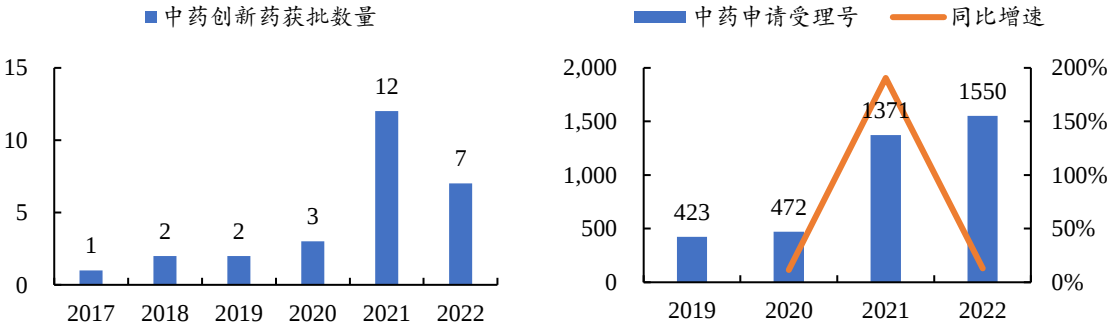


目 录

- 1.重磅政策接踵而至，推进中药创新药加速发展
- 2.中药创新药梳理：头部玩家产品梯队清晰，研发管线值得期待
- 3.中药CRO梳理：行业格局未定，少数标的可把握先发优势
- 4.投资建议：重视研发管线价值，看好板块长远发展
- 5.风险提示

3.1 中药CRO：国内CRO市场新增量

中药创新药研发趋势



中药研究难点

- 中药研发涉及多组分,组方合理性研究;
- 中药药材研究和对基准药品的制备更为复杂;
- 药理机制复杂,量效难以明确,目前临床有效性评价不充分,如何用现代医学进行阐明,是一个比较大的挑战。

中药CRO业务范畴

临床前CRO

- 药学研究 (药材来源及鉴定研究、中药制剂工艺研究、中药指纹图谱分析、质量与稳定性研究、院内制剂的研究开发);
- 药理毒理 (急性毒理、长期毒理试验)

临床CRO

- 中药创新药I、II、III、IV期临床试验;
- 中药二次开发、大品种培育;
- 循证医学研究、真实世界研究;
- 新增适应症等

中药CRO发展趋势

- 中药创新持续政策受益,中药研发市场扩容;
- 中医药的研发创新以及中药行业的发展壮大同样离不开CRO的助力,中药研发外包率提升;
- 企业需求将引导中药CRO行业规范、快速发展。

资料来源：药智数据，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.2 中药CRO相关标的梳理

中药CRO公司估值表

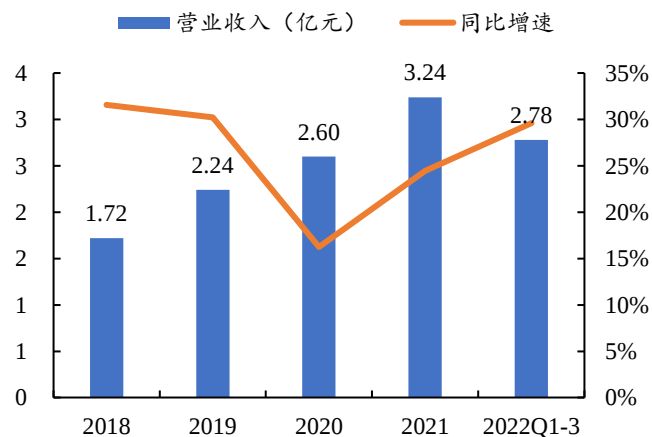
证券代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润				归母净利润同比增速			PE			备注
			2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E	
300404.SZ	博济医药	39.57	0.39	0.28	0.50	0.65	-27.99%	78.57%	30.00%	141.32	79.15	60.88	A股中药CRO一体化稀缺标的
688621.SH	阳光诺和	83.16	1.06	1.58	2.21	3.03	49.80%	39.63%	37.22%	51.76	37.63	27.42	延伸业务范畴，打造中药研发综合服务平台 (2022为业绩快报数据)
未上市	岐黄药业	岐黄创立于1999年，深耕中药领域，是国内最早成立的致力于中药、民族药和天然药物的临床CRO，业务范围涵盖药品立项评估、注册研究、上市后研究、大品种培育、药物经济学、质量管理、数据管理、统计分析、咨询服务、药物警戒等。公司参与中药新药注册研究、各类科研课题和上市后循证医学研究共500+项，涉及新药研发品种超过100个。2019年1月在中小板终止挂牌。2021年6月26日,ClinChoice昆翎成功完成对北京岐黄的并购。											
未上市	海博特	海博特成立于2009年10月，深耕中医药临床CRO服务领域13年，专注于提供中药创新药I、II、III、IV期临床试验及中药二次开发、大品种培育、循证医学研究、新增适应症、真实世界研究等技术服务。泰格参股14%。											
未上市	盈科瑞	盈科瑞成立于1999年，是一家专注于中医药、天然药物研发的CRO企业，拥有经典名方研究平台、配方颗粒研究平台、中药资源研究平台以及中药新药研究平台。同时可为行业提供包括中药新药、中药配方颗粒、中药经典名方、中药雾化吸入溶液、中药资源研究、老品种的二次开发和补充申请及中试放大等研发服务。											

资料来源：Wind一致预测（截至2023/2/18），公司官网、华安证券研究所

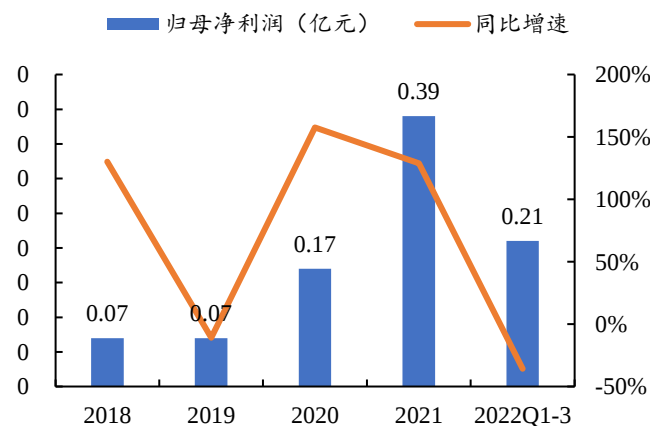
3.3 博济医药：A股中药CRO一体化稀缺标的

- 博济医药成立于2002年，是A股市场较为稀缺的能够提供中药研发一站式服务的公司，目前已服务过的中药项目超过400个。2021年公司将中药临床、临床前业务整合到全资子公司杏林中医药。近年来中药政策持续向好，鼓励中药传承与创新，但中药CRO行业发展仍较为滞后和受限，预计随着政策不断推进落地，博济医药在中药领域临床前+临床的布局，拥有先发优势，将最先享受市场红利。
- 博济医药2018年实现营收1.72亿元，到2021年营收3.24亿元，复合增长率23.5%；归母净利润从2018年的0.07亿元，增长到2021年的0.39亿，复合增长率77.28%。2022年前三季度，公司实现营业收入2.78亿元，同比增长29.63%；归母净利润2138.84万元，同比下滑35.72%；毛利率为38.91%，净利率8.04%，利润率有所下滑，主要由于公司临床业务收到疫情影响，项目进度放缓。

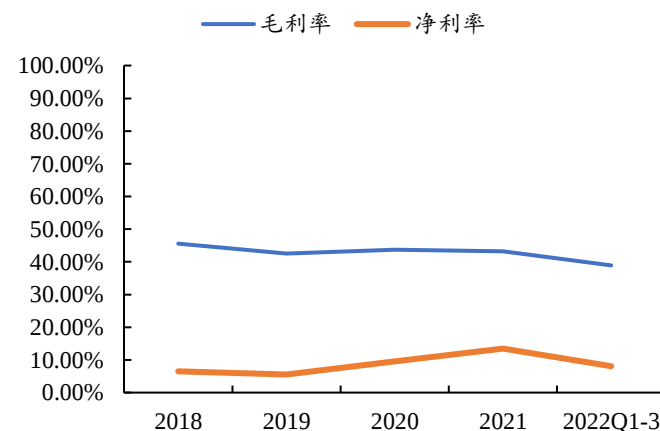
博济营收及增速情况



博济归母净利润及增速情况



博济利润率情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

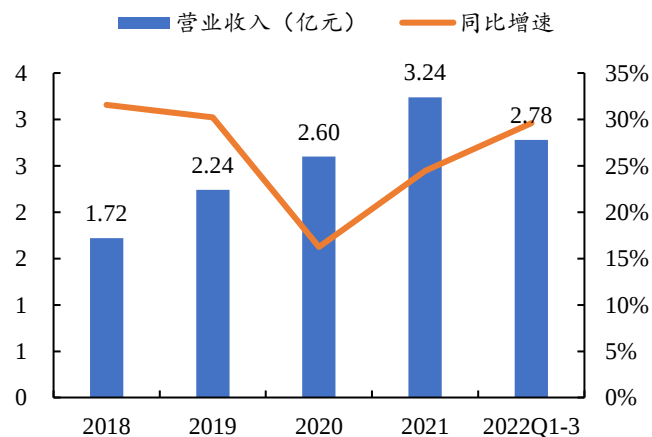
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

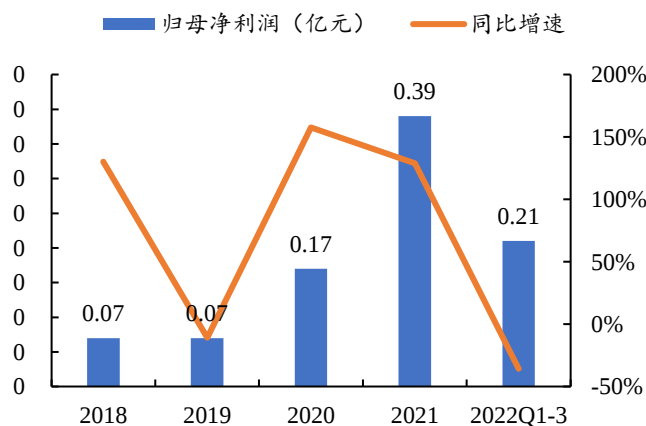
3.4 阳光诺和：延伸业务范畴，打造中药研发综合服务平台

- 阳光诺和成立于2009年，作为药物临床前+临床研究一体化CRO，近年来进一步将一体化优势从化药延伸到生物药、中药、医疗器械等领域。2021年9月成立全资子公司诺和晟欣，服务涵盖中药标准化与国标制定，致力于打造“中药新药开发与成果转化综合服务平台”和“药品检测技术服务平台”。
- 根据最新的业绩快报，阳光诺和2022年全年实现营业收入6.80亿元，同比增长37.73%；归母净利润1.58亿元，同比增长49.80%，扣非净利润1.44亿元，同比增长40.97%，符合预期。2022年前三季度，公司综合毛利率为56.91%，净利率为26.32%，盈利能力保持稳定。截至2022H1，阳光诺和累计在手订单17.89亿元，公司在手订单充足。

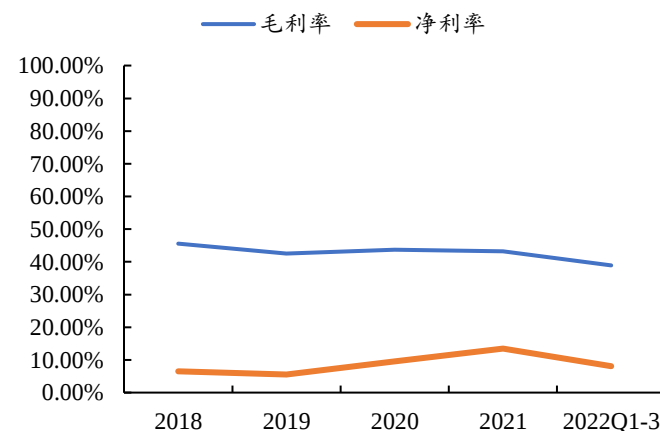
阳光诺和营收及增速情况



阳光诺和归母净利润及增速情况



阳光诺和利润率情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



目 录

- 1.重磅政策接踵而至，推进中药创新药加速发展
- 2.中药创新药梳理：头部玩家产品梯队清晰，研发管线值得期待
- 3.中药CRO梳理：行业格局未定，少数标的可把握先发优势
- 4.投资建议：重视研发管线价值，看好板块长远发展
- 5.风险提示

4.投资建议：重视研发管线价值，看好板块长远发展

随着中药注册管理体系的逐步完善，拥有研发体系的中药创新药公司以及创新转型下的中药CRO公司值得关注，相关标的：

- 研发体系完备，管线丰富的中药创新药公司：康缘药业、以岭药业、天士力、新天药业、方盛制药等；
- 中药CRO公司：博济医药、阳光诺和等。

相关标的估值表

	股票	股票	总市值	收盘价	PE	净利润（亿元）				PE			PEG		
	代码	名称	（亿元）	（元）	(TTM)	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
中药创新药	600557.SH	康缘药业	156	26.64	39	3.21	4.15	5.24	6.50	37	30	24	1.3	1.1	1.0
	002603.SZ	以岭药业	545	32.60	35	13.44	17.44	20.17	23.49	31	27	23	1.0	1.7	1.4
	600535.SH	天士力	193	12.87	36	23.59	7.57	11.52	13.20	26	17	15		0.3	1.0
	002873.SZ	新天药业	37	16.00	32	1.01	1.27	1.65	2.08	29	23	18	1.1	0.8	0.7
	603998.SH	方盛制药	47	10.75	18	0.70	2.89	1.63	2.36	16	29	20	0.1		0.4
中药CRO	300404.SZ	博济医药	40	10.74	147	0.39	0.28	0.50	0.65	141	79	61		1.0	2.0
	688621.SH	阳光诺和	83	103.95	53	1.06	1.58	2.21	2.78	53	38	30	1.1	0.9	1.2

资料来源：Wind（一致预期，2023/2/19），华安证券研究所

5.风险提示

- 医药行业政策变化风险；
- 新药审批进度不及预期风险；
- 行业竞争加剧风险等。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性：未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深300指数。



谢谢！