


2024年03月20日
 中成药

SDIC


行业深度分析

证券研究报告

2024年中药行业有哪些潜在催化

潜在催化一：基药目录有望调整，中成药销售放量可期

2021年11月，卫健委发布《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》公开征求意见，受外部复杂因素影响，基药目录的调整工作延迟至今，我们推测2024年落地的概率较高。根据中康开思数据库统计，2018年进入基药目录的中成药品种，尤其是46个独家品种，2018-2022年实现快速放量。

潜在催化二：国企改革深度推进，业绩有望持续兑现

新一轮三年国企改革行动拉开帷幕，国资委对央企绩效考核指标体系持续优化，2024年初提出把市值管理纳入考核。中药行业国有企业众多，根据改革的时间线，我们把国企改革的节奏分为改革预期、改革落地、业绩兑现、长效增长4个阶段，把握节奏至关重要。

潜在催化三：重视高股息策略，现金分红比例较高

中药高股息策略是高分红、低估值、稳增长的统筹兼顾，2023年大部分中药公司经营业绩表现较好，考虑到历史上中药行业普遍分红比例较高，我们认为2024年3-4月的年报季将迎来重要催化。

潜在催化四：CDE加速审批，中药创新管线有望迎来价值重估

2021年以来，CDE对于中药创新药的注册审批速度明显加快，根据统计，2023年中药新药上市申报（NDA）达到24项，我们认为2023年的申报有望于2024年集中兑现，相关企业即将进入收获期，中药创新管线将有望迎来价值重估。

潜在催化五：优质项目寻求退出，行业并购整合机会有望增多

IPO审核趋严的宏观背景下，根据不完全统计，2022年以来已有10家中药企业撤回IPO或被终止，3家企业上市辅导备案终止，以上中药企业可能面临并购退出或者寻求战略合作的需求，我们预计行业并购整合的机会有望增多。

潜在催化六：医保支付边际改善，解限有望带来销售放量

近年来国家医保对于中成药的支付条件逐步放宽，其中2023年国家医保目录将69个中成药品种的医保支付范围部分解限或完全解限，医保解限意味着目标人群的增多，有望带来销售放量机遇。

潜在催化七：中药材价格居高不下，OTC或将通过提价应对压力

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.6	-8.9	2.8
绝对收益	7.7	-1.6	-6.8

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

贺鑫 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522110001

hexin1@essence.com.cn

相关报告

2023 年以来，中药材价格有一轮非常显著的上涨，近期虽然有小幅回调，但依然处于历史高位。中药材价格的居高不下，导致很多中成药生产企业成本压力增加，以 OTC 销售为主的中成药企业具备自主定价权，我们预计可能会考虑提高出厂价和零售价。

目 潜在催化八：启动大额回购，新一轮股权激励有望启动

2021-2022 年中成药行业曾有一轮股权激励高峰，部分上市公司达成业绩考核，激励效果显著，近期我们观察到不少中药企业启动大额回购，回购股份可以用于激励，这为股权激励的实施建立良好基础，我们推测新一轮股权激励高峰有望到来。

目 潜在催化九：呼吸道传染病高发，感冒止咳类用药需求旺盛

国内新冠疫情放开以来，2023 年新冠、甲流、乙流、支原体、RSV 等呼吸道传染病此起彼伏，参考海外经验，我们认为 2024 年国内有可能还是呼吸道传染病大年，感冒止咳类用药需求可能持续旺盛。

目 潜在催化十：降本增效正当时，预计持续释放超额利润

通过降本增效，中药公司预计将持续释放超额利润：通过销售改革驱动人效提升，销售费用率有望下降；聚焦中药主业，通过剥离低质低效资产，净利率有望提升，财务费用有望下降；清理渠道库存，修复终端价格体系，净利率有望提升。

目 建议关注（以下排名不分先后）

- ◇ 康缘药业：热毒宁医保解限放量可期，有望受益于基药目录调整
- ◇ 康恩贝：有望受益于基药目录调整，存在并购整合预期
- ◇ 太极集团：国企改革标杆企业，外延发展目标明确
- ◇ 华润三九：国企改革进入长效增长阶段，并购整合能力较强
- ◇ 昆药集团：国企改革深入推进，存在并购整合机遇
- ◇ 天士力：中药创新药管线储备丰富，聚焦主业有望兑现超额利润
- ◇ 东阿阿胶：深度践行“四个重塑”，复方阿胶浆医保解限完成
- ◇ 济川药业：现金分红回报股东，BD 打造第二增长曲线
- ◇ 贵州三力：有望受益于基药目录调整，深度赋能并购标的
- ◇ 葵花药业：高度重视现金分红，员工持股计划陆续到期
- ◇ 江中药业：调整分红政策，具备外延并购能力
- ◇ 九芝堂：疏血通医保解限放量可期，重视现金分红
- ◇ 方盛制药：有望受益于基药目录调整，中药创新驱动“338”战略
- ◇ 云南白药：聚焦主业利润修复，高分红的典范
- ◇ 佐力药业：基药目录受益者，以菌粉发酵为特色
- ◇ 健民集团：中药创新成果显著，体培牛黄或具备提价空间
- ◇ 羚锐制药：两只老虎或存在提价空间，现金分红比例稳步提升

目 风险提示：中成药集采降价的风险；中药材价格波动的风险；行业政策变化的风险。

目 录

1. 2024 年中药行业有哪些潜在催化	5
1.1. 潜在催化一：基药目录有望调整，中成药销售放量可期	5
1.2. 潜在催化二：国企改革深度推进，业绩有望持续兑现	6
1.3. 潜在催化三：重视高股息策略，现金分红比例较高	7
1.4. 潜在催化四：CDE 加速审批，中药创新管线有望迎来价值重估	7
1.5. 潜在催化五：优质项目寻求退出，行业并购整合机会有望增多	8
1.6. 潜在催化六：医保支付边际改善，解限有望带来销售放量	8
1.7. 潜在催化七：中药材价格居高不下，OTC 或将通过提价应对压力	9
1.8. 潜在催化八：启动大额回购，新一轮股权激励有望启动	10
1.9. 潜在催化九：呼吸道传染病高发，感冒止咳类用药需求旺盛	11
1.10. 潜在催化十：降本增效正当时，预计持续释放超额利润	11
2. 中药上市公司重要催化梳理	12
2.1. 康缘药业：热毒宁医保解限放量可期，有望受益于基药目录调整	12
2.2. 康恩贝：有望受益于基药目录调整，存在并购整合预期	13
2.3. 太极集团：国企改革标杆企业，外延发展目标明确	14
2.4. 华润三九：国企改革进入长效增长阶段，并购整合能力较强	15
2.5. 昆药集团：国企改革深入推进，存在并购整合机遇	16
2.6. 天士力：中药创新药管线储备丰富，聚焦主业有望兑现超额利润	17
2.7. 东阿阿胶：深度践行“四个重塑”，复方阿胶浆医保解限完成	17
2.8. 济川药业：现金分红回报股东，BD 打造第二增长曲线	18
2.9. 贵州三力：有望受益于基药目录调整，深度赋能并购标的	19
2.10. 葵花药业：高度重视现金分红，员工持股计划陆续到期	20
2.11. 江中药业：调整分红政策，具备外延并购能力	21
2.12. 九芝堂：疏血通医保解限放量可期，重视现金分红	22
2.13. 方盛制药：有望受益于基药目录调整，中药创新驱动“338”战略	23
2.14. 云南白药：聚焦主业利润修复，高分红的典范	23
2.15. 佐力药业：基药目录受益者，以菌粉发酵为特色	24
2.16. 健民集团：中药创新成果显著，体培牛黄或具备提价空间	25
2.17. 羚锐制药：两只老虎或存在提价空间，现金分红比例稳步提升	26
3. 风险提示	27
3.1. 中成药集采降价的风险	27
3.2. 中药材价格波动的风险	27
3.3. 行业政策变化的风险	27

目 录

图 1. 国家基本药品目录品种数量	5
图 2. 公立医疗体系基本药物使用要求	5
图 3. 2018 年纳入基药目录的中成药销售额变化情况（等级医院&零售药店）	6
图 4. 2018 年纳入基药目录的中成药销售额变化情况（独家品种&非独家品种）	6
图 5. 国资委考核指标逐步优化	6
图 6. 中药国企改革的节奏把握（截止 2023 年底）	7
图 7. 2020-2022 年中药公司现金分红比例	7
图 8. 2020-2022 年中药公司年度股息率	7
图 9. 中药新药注册获批数量情况	8

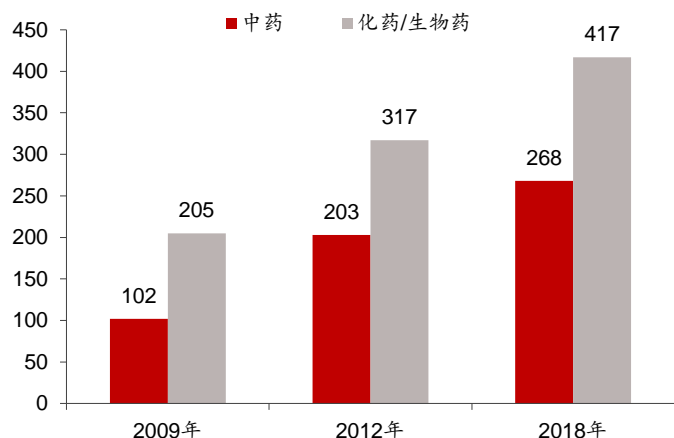
图 10.	中药新药上市和临床申报情况	8
图 11.	中药材价格指数（截止 2024 年 3 月 8 日）	10
图 12.	美国历年门诊流感样病例（ILI）上报数（万例）	11
图 13.	中药公司有望通过降本增效持续释放超额利润	12
图 14.	部分中药上市公司 2024 年重要催化汇总	12
图 15.	太极集团旗下部分医药工业资产	15
图 16.	华润三九通过并购整合布局品牌矩阵	16
图 17.	昆药集团与华润三九融合规划	16
图 18.	天士力中药创新药部分研发管线（截至 2023 年 6 月）	17
图 19.	东阿阿胶落实“四个重塑”	18
图 20.	复方阿胶浆医保支付标准变更情况	18
图 21.	济川药业现金分红比例	19
图 22.	济川药业年度股息率	19
图 23.	贵州三力相继并购德昌祥、汉方药业和云南无敌	20
图 24.	葵花药业现金分红比例	21
图 25.	葵花药业年度股息率	21
图 26.	江中药业现金分红比例	21
图 27.	江中药业年度股息率	21
图 28.	江中药业相继并购桑海制药、济生制药、海斯制药	22
图 29.	九芝堂现金分红比例	23
图 30.	九芝堂年度股息率	23
图 31.	云南白药现金分红比例	24
图 32.	云南白药年度股息率	24
图 33.	乌灵系列产品销售额及同比增长情况	25
图 34.	健民大鹏净利润及同比增长情况	26
图 35.	羚锐制药现金分红比例	26
图 36.	羚锐制药年度股息率	26
表 1:	2022-2023 年 IPO 进程受阻中药企业信息（不完全统计）	8
表 2:	2023 年医保支付范围调整的中成药案例（不完全统计）	9
表 3:	2024-2025 年股权激励到期的中药公司（不完全统计）	10
表 4:	康缘药业循证医学证据扎实	13
表 5:	康缘药业处于临床中后期的中药研发管线（截止 2023 年底）	13
表 6:	康恩贝循证医学证据扎实	14
表 7:	康恩贝过去几年的并购及 BD 情况	14
表 8:	开喉剑喷雾剂循证医学证据扎实	20
表 9:	方盛制药循证医学证据扎实	23

1. 2024 年中药行业有哪些潜在催化

1.1. 潜在催化一：基药目录有望调整，中成药销售放量可期

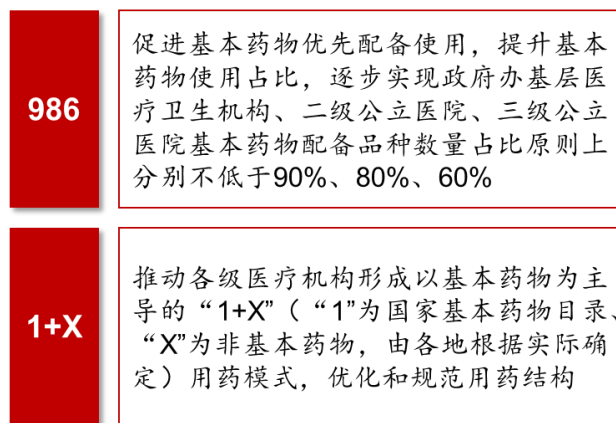
基药目录有望调整，考核标准有望进一步明确。国家基本药物目录动态调整更新，根据基药目录管理办法，原则上每三年调整一次，实际调整可能会受外部复杂因素影响有所推迟。参照 2018 年基药目录版本，中药品种数量占基药目录总品种数量的 40% 左右。2019 年国务院办公厅发布《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》，文件强调促进基本药物优先配备使用和合理用药，提出“986”和“1+X”等战略要求。在政策鼓励下，新品种进入新版基药目录后，有望享有政策红利实现销售快速放量。2021 年 11 月，卫健委发布《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》公开征求意见，受新冠疫情等外部复杂因素影响，国家基药目录的调整工作延迟至今，我们推测 2024 年落地的概率相对较高，同时基药目录的考核标准有望进一步明确。

图1. 国家基本药品目录品种数量



资料来源：卫健委，国投证券研究中心

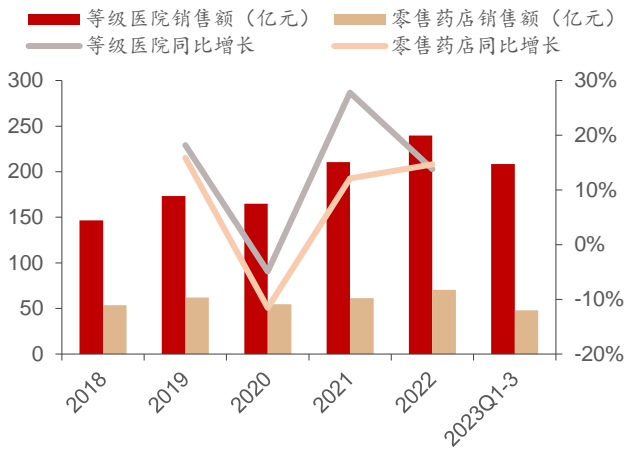
图2. 公立医疗体系基本药物使用要求



资料来源：卫健委，国投证券研究中心

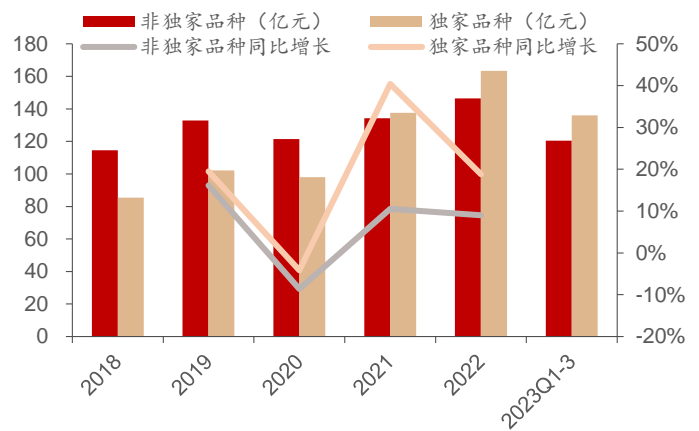
从历史经验来看，纳入基药目录后，中成药整体放量，独家品种放量更为显著。2018 年基药目录调整的历史，给新的基药目录调整提供了宝贵的经验，根据中康开思数据库统计，2018 年进入基药目录的 67 个中成药，2022 年等级医院和零售药店的整体销售额比 2018 年放大 1.55 倍，其中，在等级医院终端市场的销售额比 2018 年放大 1.63 倍，在零售药店终端市场的销售额比 2018 年放大 1.32 倍。此外，46 个独家中成药品种 2022 年等级医院和零售药店的整体销售额比 2018 年放大 1.91 倍，21 个非独家中成药品种 2022 年等级医院和零售药店的整体销售额比 2018 年放大 1.28 倍。独家品种的放量更为显著，我们认为主要是因为独家品种面临的竞争压力较小，进入基药目录后企业相对敢于投入，因此更容易受益于政策红利。

图3. 2018年纳入基药目录的中成药销售额变化情况（等级医院&零售药店）



资料来源：中康开思，国投证券研究中心

图4. 2018年纳入基药目录的中成药销售额变化情况（独家品种&非独家品种）

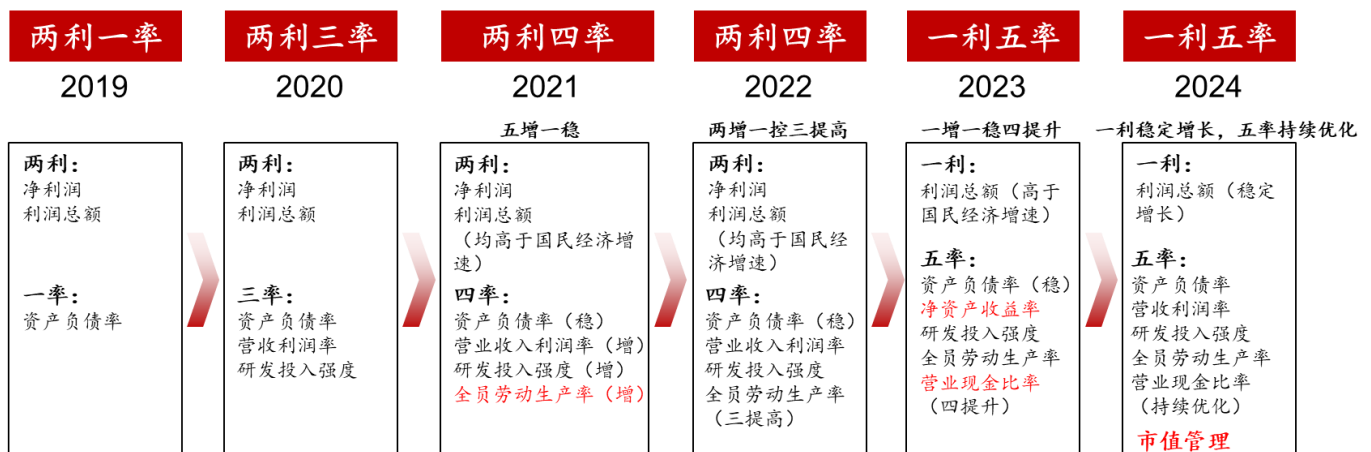


资料来源：中康开思，国投证券研究中心

1.2. 潜在催化二：国企改革深度推进，业绩有望持续兑现

新一轮三年国企改革行动拉开帷幕，考核指标逐步优化。2020年6月，国资委出台《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，三年间国企改革行动收效显著，在强治理、增活力、优布局方面取得丰硕成果，主要目标任务宣告完成。2023年，中办国办联合印发《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025年）》，新一轮三年国企改革行动拉开帷幕。与此同时，国资委对央企绩效考核指标体系持续优化，逐渐由“两利一率”发展为“一利五率”，2024年初，国资委提出把市值管理纳入央企控股上市公司考核，有望推动国资背景的上市公司实现价值回归，提升投资者信心。

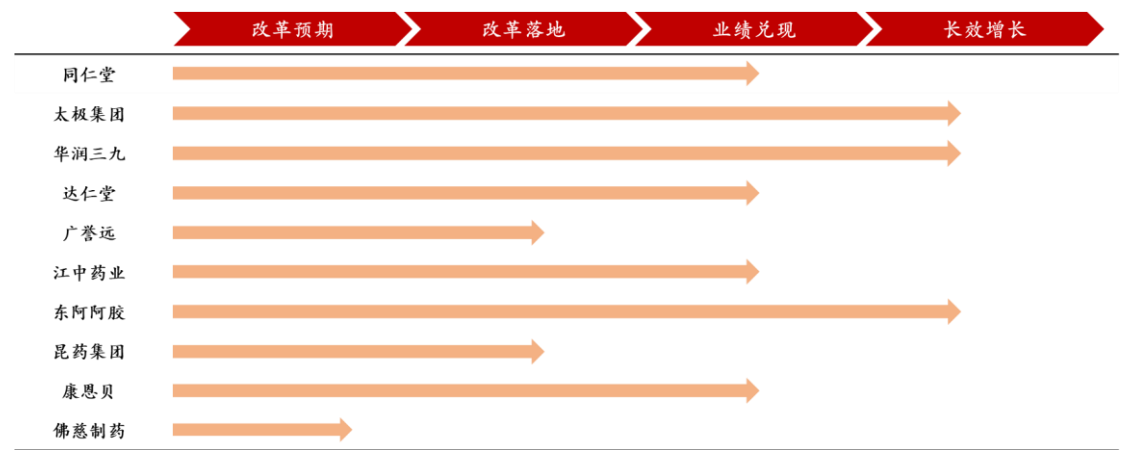
图5. 国资委考核指标逐步优化



资料来源：国资委，国投证券研究中心

中药行业国有企业众多，把握改革节奏最为关键。中药行业国有企业数量众多，根据国资背景不同，可以分为央企和地方国资企业，央企主要包括华润系、国药系等，地方国资风格迥异，改革思路各具特色，需要结合公司情况具体分析。根据改革的时间线，我们把国企改革的节奏分为改革预期、改革落地、业绩兑现、长效增长4个阶段。改革预期阶段，重点关注公司股权变动引起的市场预期变化；改革落地阶段，重点关注管理层调动、组织架构调整和改革措施落地，相关业务可能经历短期阵痛；业绩兑现阶段，改革措施初见成效，重点关注业绩初步释放情况；长效增长阶段，公司业绩持续释放，重点关注估值中枢的稳定。

图6. 中药国企改革的节奏把握（截止 2023 年底）



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

1.3. 潜在催化三：重视高股息策略，现金分红比例较高

中药高股息策略是高分红、低估值、稳增长的统筹兼顾。中药行业的特性与高股息天然契合，同时具备高分红、低估值、稳增长的特点：在分红方面，中药上市公司现金流充沛，现金储备丰富，再投资需求偏弱，高额的现金分红较为普遍；在估值方面，中药板块整体估值偏低，大部分公司的 PE 估值处于 10-20X 区间；在增长方面，在政策鼓励、需求加持、价格调整、基药催化等利好背景下，中药公司的业绩具备稳增长属性。2023 年大部分中药公司经营业绩表现较好，考虑到历史上中药行业分红比例相对较高，我们预计 2024 年 3-4 月的年报季将迎来重要催化。

图7. 2020-2022 年中药公司现金分红比例

公司	现金分红比例			
	2020	2021	2022	平均
东阿阿胶	453.2%	96.5%	97.3%	215.7%
特一药业	301.9%	113.5%	83.6%	166.3%
桂林三金	83.1%	152.4%	142.6%	126.0%
九芝堂	125.7%	126.5%	95.3%	115.8%
大理药业	312.7%	0.0%	0.0%	104.2%
千金药业	140.9%	85.4%	49.5%	91.9%
江中药业	35.9%	108.3%	121.5%	88.6%
新光药业	97.0%	84.0%	73.5%	84.8%
云南白药	89.1%	73.2%	90.4%	84.2%
方盛制药	80.8%	92.0%	53.9%	75.6%
羚锐制药	67.8%	78.0%	72.7%	72.9%
佐力药业	68.5%	67.8%	77.1%	71.2%
大唐药业	95.5%	117.3%	0.0%	70.9%
达仁堂	35.1%	50.3%	100.1%	61.8%
沃华医药	83.9%	91.8%	0.0%	58.6%

资料来源：Wind，国投证券研究中心

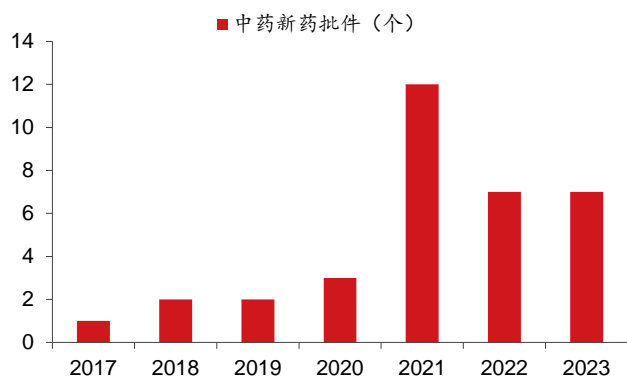
图8. 2020-2022 年中药公司年度股息率

公司	年度股息率			
	2020	2021	2022	平均
振东制药	1.3%	34.2%		11.8%
千金药业	11.6%	4.9%	3.6%	6.7%
江中药业	2.5%	6.0%	8.0%	5.5%
桂林三金	2.6%	5.2%	6.1%	4.6%
九芝堂	5.0%	3.6%	4.5%	4.4%
羚锐制药	4.6%	3.1%	4.6%	4.1%
特一药业	5.5%	3.8%	2.9%	4.1%
大唐药业	6.7%	4.4%		3.7%
葵花药业	2.4%	4.2%	4.3%	3.6%
新光药业	3.8%	3.0%	3.2%	3.3%
方盛制药	2.0%	2.2%	4.4%	2.9%
步长制药	2.2%	1.7%	4.6%	2.8%
益佰制药	8.2%			2.7%
济川药业	2.2%	2.4%	3.2%	2.6%
云南白药	3.4%	1.5%	2.8%	2.6%

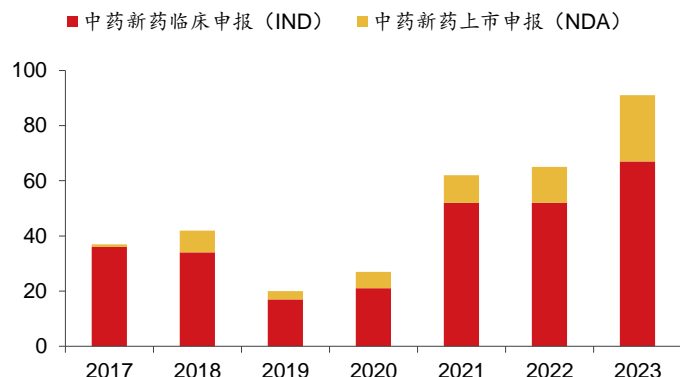
资料来源：Wind，国投证券研究中心

1.4. 潜在催化四：CDE 加速审批，中药创新管线有望迎来价值重估

中药创新药 2023 年 NDA 数量较多，有望于 2024 年集中兑现。2021 年以来，CDE 对于中药创新药的注册审批速度明显加快，根据统计，2021-2023 年累计共有 26 个中药创新药获批上市。与此同时，中药企业的新药申报数量逐步增加，2023 年中药新药临床申报（IND）达到 67 项，上市申报（NDA）达到 24 项，以 2023 年获批上市的 7 款中药新药为例，平均审批时间为 433 天，因此我们认为 2023 年的上市申报有望于 2024 年集中兑现。中药创新药企业的研发投入普遍较高，由于估值体系的缺失，没有享受到合理的估值溢价，随着 CDE 审批的加速，相关企业即将进入收获期，中药创新管线将有望迎来价值重估。

图9. 中药新药注册获批数量情况


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图10. 中药新药上市和临床申报情况


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

1.5. 潜在催化五：优质项目寻求退出，行业并购整合机会有望增多

独立上市条件严苛，行业并购整合机会增加。近年来多家中药公司 IPO 上市进程受阻，在企业合规经营要求趋严的背景下，监管机构对企业的销售费用、财务透明度等方面有了更严格的要求。根据不完全统计，2022 年以来已有 10 家中药企业撤回 IPO 或被终止，3 家企业上市辅导备案终止，其中 6 家企业收入体量超过 5 亿元。我们认为，考虑到目前独立上市条件严苛，同时部分财务投资机构存在退出需求，以上中药企业可能面临并购退出或者寻求战略合作的需求，行业并购整合的机会有望增多。

表1：2022-2023 年 IPO 进程受阻中药企业信息（不完全统计）

公告时间	企业名称	收入体量/亿元	归母净利润/亿元	核心产品	IPO 进度	问询重点
2023 年 9 月	济人药业	8.01(2021)	0.97(2021)	疏风解毒胶囊，中药饮片	中止审查	经营情况，销售费用，营业成本
2023 年 9 月	江西百神药业	5.63	1.22	中药配方颗粒，蛇胆陈皮口服液	IPO 撤回	销售费用，经营情况，对赌协议
2023 年 9 月	天津同仁堂	10.86	2.07	肾炎康复片，血府逐瘀胶囊	IPO 撤回	商标侵权纠纷，销售费用
2023 年 7 月	汉王药业	7.52	2.60	强力定眩系列、舒胆片	IPO 终止	销售模式，材料合规，信息披露
2023 年 3 月	威门药业	5.11	0.61	热淋清颗粒	IPO 终止	公司高层行贿，学术推广费用，经营情况
2022 年 10 月	赛灵药业	5.36(2021)	0.97(2021)	恒古骨伤愈合剂、蓝岑颗粒	终止审查	经营情况，股权架构
2022 年 6 月	天济草堂	3.34(2021)	0.44(2021)	复方石淋通胶囊、脑得生丸	IPO 终止	销售费用，学术推广费用，研发费用
2022 年 5 月	白马药业	3.07(2021)	0.66(2021)	猴耳环消炎颗粒、裸花紫珠胶囊	IPO 撤回	销售费用，公司定位
2022 年 3 月	汇群中药	4.37	0.39	中药饮片	IPO 终止	核心竞争力，财务内控
2022 年 3 月	恒安药业	2.84(2020)	5.89(2020)	石辛含片，中药配方颗粒	IPO 撤回	销售费用，公司定位，经营情况
2023 年 4 月	宝龙药业	-	-	苦参软膏、六味地黄丸	辅导备案终止	-
2023 年 4 月	福牌阿胶	-	-	阿胶	辅导备案终止	-
2023 年 11 月	甘肃扶正药业	-	-	贞芪扶正系列，茜芷系列	辅导备案终止	-

资料来源: Wind, 公司公告, 招股说明书, 国投证券研究中心

1.6. 潜在催化六：医保支付边际改善，解限有望带来销售放量

医保支付边际改善，解限有望带来销售放量。2021年底，国家医保局联合国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，提出“将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围”和“完善适合中医药特点的支付政策”等相关问题。2022年初，国家医保局发布《关于开展医保药品支付标准试点工作的通知》，要求将支付范围恢复至药品说明书范围，部分中成药支付受限品种被列为试点。在2022年和2023年国家医保目录调整中，部分中成药的医保支付条件放宽，根据统计，在2022年国家医保目录调整中有16个中成药品种医保支付范围解限，在2023年国家医保目录调整中有69个中成药品种医保支付范围解限。其中，中药注射剂保留“二级医疗机构以上”的限制，取消“重症”“急救”“中晚期”等限制条件，口服品种取消人群或适应症限制。我们认为，医保支付范围的解限意味着目标人群的增多，有望带来销售放量的机遇。

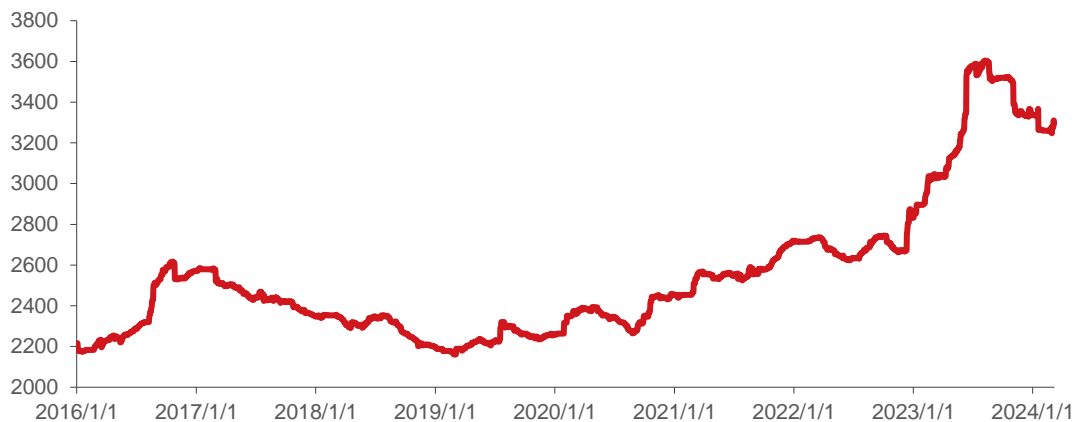
表2：2023年医保支付范围调整的中成药案例（不完全统计）

产品	上市公司	2022版医保支付标准	2023版医保支付标准
热毒宁注射液	康缘药业	限二级及以上医疗机构重症患者	限二级及以上医疗机构
痰热清注射液	上海凯宝	限二级及以上医疗机构重症患者	限二级及以上医疗机构
参附注射液	华润三九	限二级及以上医疗机构有阳气虚脱的急重症患者	限二级及以上医疗机构
疏血通注射液	九芝堂	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性脑血管疾病急性发作证据的重症患者	限二级及以上医疗机构缺血性心脑血管疾病的患者
华蟾素注射液	华润三九	限癌症疼痛且吞咽困难者	限肿瘤患者
艾迪注射液	益佰药业	限二级及以上医疗机构中晚期癌症	限二级及以上医疗机构癌症患者
复方苦参注射液	振东制药	限二级及以上医疗机构中晚期癌症	限二级及以上医疗机构癌症患者
复方阿胶浆	东阿阿胶	限有重度贫血检验证据	-
健胃消食片	江中药业等	限儿童	-
紫龙金片	达仁堂	限肺癌	-
养正消积胶囊	以岭药业	限肝癌采用肝动脉介入治疗术后的辅助治疗	-
定坤丹(丸)	广誉远等	限月经不调	-

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

1.7.潜在催化七：中药材价格居高不下，OTC 或将通过提价应对压力

中药 OTC 企业具备自主定价权，可能会通过提价应对成本压力。2023 年以来，中药材价格有一轮非常显著的上涨，根据中药材天地网统计，中药材价格指数从 2023 年初的 2,800 点左右最高上涨至 3,500 点左右，近期虽然有小幅回调，但依然处于历史高位。中药材价格的居高不下，导致很多中成药生产企业成本压力增加，以 OTC 销售为主的中成药企业具备自主定价权，我们预计可能会考虑提高出厂价和零售价。

图11. 中药材价格指数（截止 2024 年 3 月 8 日）


资料来源：中药材天地网，国投证券研究中心

1.8. 潜在催化八：启动大额回购，新一轮股权激励有望启动

上一轮股权激励高峰结束，新一轮股权激励有望启动。2021-2022 年中药行业曾有一轮股权激励高峰，根据我们的不完全统计，2024-2025 年，健民集团、昆药集团、羚锐制药、新天药业、特一药业、葵花药业、千金药业、贵州三力、华润三九、康恩贝、康缘药业、江中药业等中药企业的股权激励即将陆续到期。股权激励方案的实施可以激发员工积极性，绑定管理层利益和股东利益，在上一轮股权激励高峰中，部分上市公司达成业绩考核，激励效果显著，近期我们观察到不少中药企业启动大额回购，回购股份可以用于激励，这为股权激励的实施建立良好基础，综合以上分析，我们推测新一轮股权激励高峰有望到来。

表3：2024-2025 年股权激励到期的中药公司（不完全统计）

公司	股权激励区间	业绩考核标准
健民集团	2021-2023 年	2021-2023 年归母净利润增速分别不低于 20%/20%/20%；2021 年超额完成，2022 年重新制定考虑目标，2022-2023 年归母净利润分别在 2021 年的基础上增长不低于 10%/21%
昆药集团	2021-2023 年	2021-2023 年的净利润年复合增长率不低于 10%，现金分红率不低于 30%
羚锐制药	2021-2023 年	以 2020 年净利润为基数，2021-2023 年净利润增速分别不低于 20%/44%/65.6%
新天药业	2021-2023 年	2021-2023 年营业收入增速分别不低于 27%/27%/27%
特一药业	2021-2023 年	2021-2023 年净利润增速不低于 170%/48%/37.5%，对应的净利润目标分别为 1.18 亿/1.75 亿/2.40 亿
葵花药业	2021-2023 年	以 2020 年营业收入为基数，2021-2023 年营业收入增速分别不低于 10%/21%/33%
千金药业	2022-2024 年	2020 年为基数，2022-2024 年营业收入增速分别不低于 30%/50%/75%；2022-2024 年加权 ROE 均不低于 12%；2022-2024 年研发费用增长率不低于 20%/35%/50%
贵州三力	2022-2024 年	2022-2024 年的归母净利润目标分别为 1.8 亿/2.15 亿/3.3 亿
华润三九	2022-2024 年	2022-2024 年 ROE 不低于 10.15%/10.16%/10.17%；2022-2024 年净利润连续 3 年复合增速不低于 10% 且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；2022-2024 年资产周转率不低于 0.69/0.70/0.72

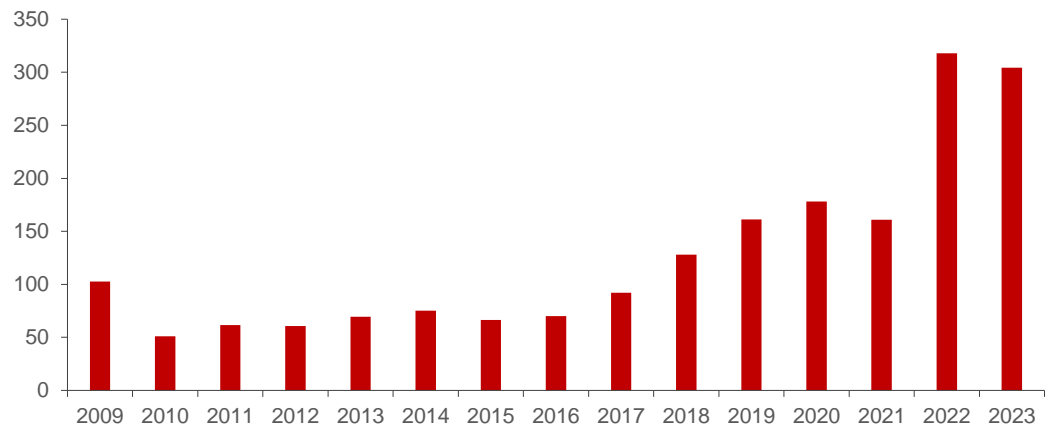
康恩贝	2022-2024 年	2021 年为基数，2022-2024 年净利润增速分别不低于 200%/240%/280%；2022-2024 年加权 ROE 分别不低于 6.5%/7.0%/7.5%，2022-2024 年研发投入占工业收入比例不低于 4.5%/5.0%/5.5%；2022-2024 年净利润现金含量不低于 105%
康缘药业	2022-2024 年	2022-2024 年营业收入增速分别不低于 22%/20%/18%或净利润增速不低于 24%/22%/20%；2022-2024 年非注射剂营业收入增速分别不低于 22%/23%/22%
江中药业	2022-2024 年	2022-2024 年投入资本回报率分别不低于 12.74%/12.75%/12.76%，归母净利润年复合增长率不低于 6%且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；2022-2024 年研发投入强度不低于 2.96%/2.98%/3.00%

资料来源：Wind，公司公告，国投证券研究中心

1.9.潜在催化九：呼吸道传染病高发，感冒止咳类用药需求旺盛

呼吸道传染病高发，感冒止咳类用药需求旺盛。从海外经验来看，新冠疫情放开以来，2022 年和 2023 年均为呼吸道传染病大年，以美国为例，2021 年开始逐步放开新冠管制，2022 年和 2023 年门诊流感样病例（ILI）上报数量较往年大幅提升。2022 年底国内新冠疫情放开以来，2023 年新冠、甲流、乙流、支原体、RSV 等呼吸道传染病此起彼伏，参考海外经验，我们认为 2024 年国内有可能还是呼吸道传染病大年，感冒止咳类用药需求可能持续旺盛。根据中康开思统计，2022 年等级医院前十大中成药排名中，感冒止咳类用药有 3 个，2022 年零售药店前十大中成药排名中，感冒止咳类用药有 6 个。感冒止咳类用药市场容量大，呼吸道传染病的常态化发展，有可能催生出更多中药大单品。

图12. 美国历年门诊流感样病例（ILI）上报数（万例）



资料来源：美国 CDC，国投证券研究中心

1.10.潜在催化十：降本增效正当时，预计持续释放超额利润

通过降本增效，中药公司预计将持续释放超额利润。中药企业可以通过销售改革、剥离资产、清理库存等方式实现降本增效，使得公司利润增速显著高于收入增速，持续释放超额利润。1) 销售改革：随着医疗反腐的深度推进，中药企业的销售模式正在从传统粗放营销向学术营销转型，销售渠道正在从等级医院向 OTC 市场转型，销售人效有望提升，销售费用率有望下降；2) 剥离资产：聚焦中药主业，通过剥离低质低效资产，可以减少对主业的拖累，净利率有望提升，同时回流资金可以减少有息负债，财务费用有望下降；3) 清理库存：经过过去几年的调整，整个行业的渠道库存正处于历史低位，低库存可以修复终端价格体系，企业净利率有望提升。

图13. 中药公司有望通过降本增效持续释放超额利润

有望通过降本增效持续释放超额利润		
销售改革	剥离资产	清理库存
随着医疗反腐的深度推进，中药企业的销售模式正在从传统粗放营销向学术营销转型，销售渠道正在从等级医院向OTC市场转型，销售人效有望提升，销售费用率有望下降。	聚焦中药主业，通过剥离低质低效资产，可以减少对主业的拖累，净利率有望提升，同时回流资金可以减少有息负债，财务费用有望下降。	经过过去几年的调整，整个行业的渠道库存正处于历史低位，低库存可以修复终端价格体系，企业净利率有望提升。
济川药业，康缘药业，羚锐制药等	方盛制药，天士力，桂林三金等	东阿阿胶，广誉远等

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

2. 中药上市公司重要催化梳理

通过以上分析，我们将2024年中药行业的潜在催化总结为基药目录、国企改革、高股息潜力、中药创新、并购整合能力、医保解限、OTC自主定价、股权激励到期、呼吸道、降本增效等方面，进一步的，我们按照以上分析框架，针对A股中药公司进行系统性梳理，选择部分具有代表性的公司进行详细解读。

图14. 部分中药上市公司2024年重要催化汇总

	基药目录	国企改革	高股息潜力	中药创新	并购整合能力	医保解限	OTC自主定价	股权激励到期	呼吸道	降本增效
东阿阿胶					√	√				
方盛制药	√			√						√
贵州三力	√							√		
华润三九		√			√				√	
济川药业			√		√				√	√
健民集团				√			√			
江中药业			√		√			√		
九芝堂			√			√				
康恩贝	√	√			√			√		√
康缘药业	√			√		√			√	
葵花药业			√					√	√	
昆药集团		√			√			√		√
羚锐制药			√				√			√
太极集团		√			√					
天士力				√						√
云南白药			√				√			
佐力药业	√			√						√

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

2.1. 康缘药业：热毒宁医保解限放量可期，有望受益于基药目录调整

康缘药业是国内领先的中药创新药龙头企业，重点聚焦呼吸与感染疾病、心脑血管疾病、妇科疾病、骨伤科疾病等中医优势领域，截至2023年底，公司拥有药品生产批件204个，其中49个为中药独家品种，2个为中药保护品种，112个品种被列入2023版国家医保目录，43个品种进入国家基本药物目录，公司核心品种包括热毒宁注射液、金振口服液、银杏二萜内酯葡胺注射液、杏贝止咳颗粒等。我们认为，2024年公司有望受益于医保解限、基药目录、中药创新等重要催化。

(1) **医保解限机遇，热毒宁注射液放量可期。**2023年12月，2023版国家医保目录颁布，公司核心品种热毒宁注射液的医保支付范围从“限二级及以上医疗机构重症患者”调整为“限二级及以上医疗机构”，我们认为本次取消“重症患者”限制，热毒宁注射液的目标患者基数将有所增加，有望实现快速放量。

(2) **循证医学证据扎实，多款产品有望进入基药目录。**2018年基药目录调整中，公司的金振口服液和杏贝止咳颗粒成功入选基药，并在后续的几年时间内实现快速放量。本次基药目录调整中，公司的天舒胶囊、大林红景天、散结镇痛胶囊、参乌益肾片、九味熄风颗粒等品种循证医学证据扎实，得到行业专家的高度认可，符合国家基药品种的遴选标准，有望受益于本次基药目录的调整。

表4：康缘药业循证医学证据扎实

产品	适应症	专家认可度
天舒胶囊	头痛	《中国偏头痛诊治指南（2022版）》等临床指南/专家共识推荐
大林红景天	冠心病、心绞痛	《中成药临床应用指南心血管分册》等临床指南/专家共识推荐
散结镇痛胶囊	痛经 子宫内膜异位	《子宫内膜异位症中西医结合诊治指南》等临床指南/专家共识推荐
参乌益肾片	慢性肾衰竭	肾病大家邹云翔教授临床经验方，临床认可度较高
九味熄风颗粒	小儿多发性抽动症	《中医儿科临床诊疗指南·抽动障碍》等临床指南/专家共识推荐

资料来源：公司公告，药智数据，国投证券研究中心

(3) **中后期研发管线多，有望迎来价值重估。**公司在中药创新领域积淀深厚，年报显示，截止2023年底，公司有1个中药品种处于NDA阶段（扶正解毒颗粒），有3个中药品种处于Pre-NDA阶段，有4个中药品种处于三期临床阶段，有4个中药品种处于完成二期临床阶段。我们认为，公司的中药创新药研发管线储备丰富，有望在未来3-5年实现批量化申报上市，是公司具备长期成长性的重要基础。

表5：康缘药业处于临床中后期的中药研发管线（截止2023年底）

研发产品	适应症	类型	研发阶段
扶正解毒颗粒	用于疫病辨证属阳气虚衰，疫毒侵肺者	中药3.2类	NDA
参蒲盆安颗粒	盆腔炎症性疾病后遗症	中药1.1类	Pre-NDA
泻白颗粒	小儿肺热咳嗽证	中药3.1类	Pre-NDA
玉女煎颗粒	胃热阴虚证	中药3.1类	Pre-NDA
六味地黄苷糖片	更年期综合征（肾阴虚证）	中药1.1类	三期临床
热毒宁颗粒	流行性感冒（风热证）	中药2.1+2.2+2.3类	三期临床
双鱼颗粒	流行性感冒（风热犯卫证）	中药1.1类	三期临床
苏辛通窍颗粒	持续性变应性鼻炎	中药1.1类	三期临床
麻杏止咳颗粒	支气管哮喘慢性持续期	中药1.1类	完成二期临床
金黄凝胶	踝关节扭伤（血瘀郁热证）	中药1.1类	完成二期临床
九味疏风平喘颗粒	支气管哮喘慢性持续期（风哮证）	中药1.1类	完成二期临床
苡蓉润通口服液	功能性便秘	中药1.2类	完成二期临床

资料来源：公司年报，国投证券研究中心

2.2.康恩贝：有望受益于基药目录调整，存在并购整合预期

康恩贝是国内独具特色的品牌中药企业，浙江国资委入驻以来，公司充分发挥体制优势，逐步剥离非主业资产，定位“浙江省中医药健康产业主平台”，内生+外延双轮驱动，公司发展进入新时期。围绕“大品牌大品种”战略，公司充分发挥品牌森林优势，成功培育多个全国

知名品牌，年报显示，2022年公司销售过亿元的品种有15个，其中10亿级别品种1个，2-5亿级别品种10个，1-2亿级别品种4个，合计实现收入40.9亿元，占比达到68%。我们认为，2024年公司将有有望受益于基药目录、并购整合等重要催化。

(1) 公司循证医学证据扎实，有望受益于基药目录调整。根据公司公告，公司围绕“康恩贝”肠炎宁、“至心研”麝香通心滴丸、“金艾康”汉防己甲素、“金康速力”乙酰半胱氨酸泡腾片、“前列康”黄菟胶囊等核心重点产品，开展了临床循证医学研究、药物经济学、安全性评价等方面的工作，为纳入基药目录进行准备工作，随着基药目录调整工作的落地，有望受益于政策红利。

表6: 康恩贝循证医学证据扎实

产品	适应症	专家认可度
麝香通心滴丸	心绞痛	全国中医住院医师规培教材《临床常用方剂与中成药》入选药品，纳入18部临床指南/专家共识
汉防己甲素片	风湿痛、关节痛、神经痛	尘肺一线用药，《尘肺病治疗中国专家共识》等临床指南/专家共识推荐
乙酰半胱氨酸泡腾片	COPD 支气管炎	COPD 经典用药，《2021GOLD 全球慢阻肺诊治策略》《2018 中国慢阻肺基层诊治指南》等多个临床指南/专家共识推荐
黄菟胶囊	前列腺增生	完成2000多例大样本多中心IV期临床研究，多项指南推荐，全国中医住院医师规培教材《临床常用方剂与中成药》入选药品

资料来源：公司公告，药智数据，国投证券研究中心

(2) 外延发展目标明确，存在并购整合预期。近年来公司逐步剥离非主业资产，陆续回流资金超过20亿元，截至2023年9月底，公司账上现金储备达到22.44亿元，有息负债余额从巅峰的26.83亿元下降至5.98亿元，丰富的现金储备为公司的外延并购提供了坚实的基础。根据投资者交流记录，公司计划“十四五”期间完成1-2家医药上市公司或老字号中药企业的并购重组项目，外延发展目标清晰，同时股权激励考核研发投入（含BD费用），具备较强的BD和并购意愿，在行业并购整合机会增多的背景下，有望进一步强化BD和并购战略。

表7: 康恩贝过去几年的并购及BD情况

时间	资产	交易方式	金额
2021年9月	1.1 类中药创新药黄蜀葵花总黄酮提取物及口腔贴片	BD	1亿元
2022年9月	奥托康医药科技100%股权	少数股东权益	0.36亿元
2022年9月	浙江中医药大学中药饮片公司51%股权	并购	1.7亿元
2022年9月	浙江中医药大学中药饮片公司15%股权	并购	0.50亿元
2023年3月	2.1 类中药改良型创新药清喉咽含片	BD	0.49亿元
2023年3月	康恩贝健康科技20%股权	少数股东权益	0.57亿元
2023年4月	浙江英特部分股权	参股	4.5亿元
2023年10月	耐司康药业80.58%股权	少数股东权益	1.83亿元

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

2.3. 太极集团：国企改革标杆企业，外延发展目标明确

太极集团是一家业务范围同时覆盖医药工业和医药商业的大型医药集团，截止2023年中报，公司旗下拥有西南药业、重庆涪陵制药厂、重庆桐君阁药厂等13家制药厂，围绕“6+1”重点治疗领域，拥有中西药批文1242个、全国独家生产批文86个、医保目录品种413个，基药目录品种368个，核心品种包括藿香正气口服液、注射用头孢唑肟钠（益保世灵）、急支糖浆、洛芬待因缓释片（思为普）、通天口服液、鼻窦炎口服液等。我们认为，2024年公司将有有望受益于国企改革、并购整合等重要催化。

(1) 国企改革标杆企业，经营业绩大幅提升。2021年国药集团入驻以来，公司发生众多积极变化：从业务布局来看，公司聚焦战略主品，以藿香正气口服液为例，2022年同比增长

70%，2023 年上半年同比增长 81.66%；从组织架构来看，公司调整内部架构，整合营管中心与下属药厂营销职能，将部分销售权限上升到总部，实现产销分离；从资产梳理来看，公司逐步清理“两资”（无效资产、低效资产）“两非”（非主业、非优势），回流资金用于主业发展；从员工激励来看，公司重新设计各子公司高管人员及营管中心一线销售人员的考核激励和薪酬管理制度，市场化程度大幅提升。随着各项改革措施的落地，公司经营业绩大幅提升，根据业绩预告，公司 2023 年预计实现归母净利润 8.3 亿元，同比增长 137.34%。

图15. 太极集团旗下部分医药工业资产


资料来源：公司官网，国投证券研究中心

(2) 股东承诺解决同业竞争，并购整合进入关键时期。2022 年 1 月，公司发布《“十四五”战略规划概要（2021 年-2025 年）》，力争“十四五”末营业收入达到 500 亿元，净利润率不低于医药行业平均水平，其中外延扩张成为“十四五”规划的重要组成部分。国药集团收购太极集团的过程中，承诺交易完成后的五年内解决太极集团和中国中药的同业竞争问题，2024 年 2 月，中国中药公告私有化计划，我们认为并购整合进入关键时期。

2.4. 华润三九：国企改革进入长效增长阶段，并购整合能力较强

华润三九是中药 OTC 行业的领军企业，发展过程中逐步形成 CHC 事业部、处方药事业部、国药事业部等组织架构，2023 年并购昆药集团后，新增昆药事业部，公司核心品种包括 999 感冒灵、999 皮炎平、三九胃泰、999 小儿感冒药、999 抗病毒口服液、气滞胃痛颗粒、天和骨通贴膏、易善复、澳诺葡萄糖酸钙锌口服溶液等。公司具备行业领先的 OTC 渠道覆盖能力，依托于“三九商道”客户体系，与全国最优质的经销商和连锁终端广泛深入合作，覆盖全国超过 40 万家药店。我们认为，2024 年公司将有有望受益于国企改革、并购整合等重要催化。

(1) 国企改革进入长效增长阶段。在上一轮国企改革三年行动方案中，华润三九作为科改示范企业，成为市场化经营的典范。十四五期间，公司确立了 2025 年营收翻番的目标，并通过“内生+外延”双轮驱动，过去几年业绩稳步提升，逐渐向这一目标靠近，国企改革已经进入长效增长阶段。2022 年初公司股权激励落地，业绩考核目标涉及归母扣非净资产收益率、归母扣非净利润年复合增长率、总资产周转率等指标，同时需要对标同行业 75 分位，成为国有企业股权激励方案的经典案例。

(2) 并购整合能力较强，打造 1+N 品牌矩阵。围绕战略领域，公司持续关注行业合作及整合优质资源的机会，通过收购整合其他资产，在“999”品牌的基础上，陆续补充“天和”、“顺峰”、“好娃娃”、“易善复”、“康妇特”、“澳诺”等深受消费者认可的专业品牌，逐步形成“1+N”品牌矩阵。2022 年 12 月，公司完成对于昆药集团的收购，品牌矩阵再次得到补充，展现出行业领先的并购整合能力。

图16. 华润三九通过并购整合布局品牌矩阵

品牌	领域	品牌	领域
	感冒、胃肠等领域		护肝用药
	骨科		妇科
	皮肤		儿科补钙
	儿科		膳食营养补充剂

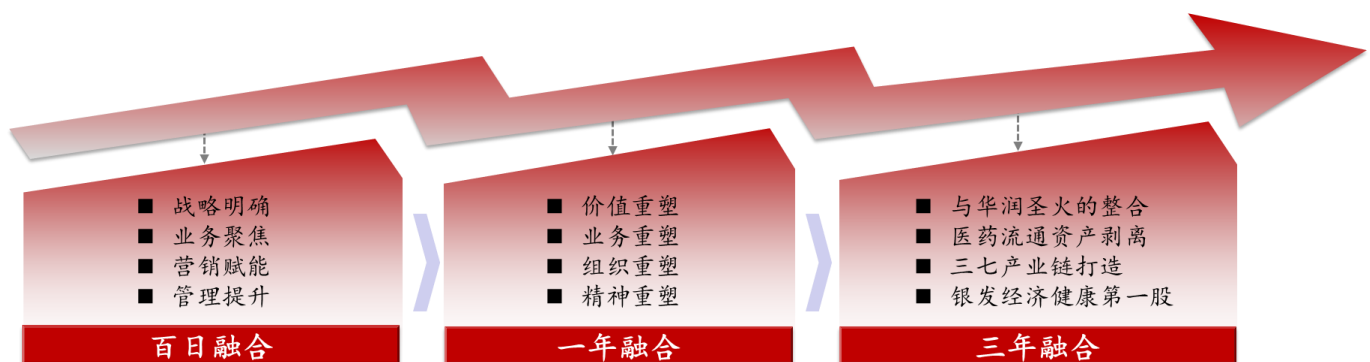
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

2.5. 昆药集团：国企改革深入推进，存在并购整合机遇

昆药集团的前身为 1951 年创立的昆明制药厂，公司以三七、青蒿、天麻等天然植物药为特色，旗下拥有血塞通系列、天麻系列、青蒿系列、昆中药国药、全球经典处方药等核心产品。华润三九入驻以来，公司聚焦三七产业链和精品国药两大平台，深耕慢病管理和拓展老龄健康产业，陆续成立“1381”“1951”“777”三大事业部，业务发生结构性调整。我们认为，2024 年公司将有有望受益于国企改革、并购整合等重要催化。

(1) 国企改革深入推进，有望进入业绩兑现阶段。华润三九具有丰富的品牌营销经验和行业领先的“三九商道”渠道资源，可以深度赋能昆药集团，双方资源与能力互补，有望将昆药集团的产品优势转化为市场优势。经过“百日融合”和“一年融合”的磨合期，目前已经进入“三年融合”阶段，根据《投资者关系活动记录》，截至 2023 年前三季度，公司院外渠道已完成针对国内 20 个省区一级渠道商的整合工作，随着国企改革调整举措的逐步落实，公司有望进入业绩兑现阶段。

图17. 昆药集团与华润三九融合规划



资料来源：公司官网，华润三九、昆药集团投资者关系活动记录，国投证券研究中心

(2) 三七产业链存在并购整合机遇。华润三九旗下的华润圣火在血塞通系列产品的原料、渠道、客户等方面与昆药集团存在竞争关系。华润三九在收购过程中承诺解决同业竞争问题，将结合市场情况确定解决同业竞争的具体方案。随着华润三九的入驻，华润圣火和昆药集团先后一同参与三七产业链研讨会、中药产业链沙龙等活动的联合举办，共同投资成立云南省

三七研究院有限公司，双方的关系从竞争走向协同。我们认为，同业竞争问题解决后，双方有望强强联合，成为三七产业链的领军者。

2.6. 天士力：中药创新药管线储备丰富，聚焦主业有望兑现超额利润

天士力是国内领先的现代中药龙头企业，公司聚焦心脑血管、消化代谢、肿瘤三大领域，逐步发展为以现代中药为核心，以化学药和生物药为两翼的医药龙头企业。在现代中药板块，公司具备完善的产品矩阵，一线品种是心脑血管领域的三大基药——复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）、芪参益气滴丸。我们认为，2024 年公司将有有望受益于中药创新、降本增效等重要催化。

(1) 中药创新药管线储备丰富，有望迎来价值重估。公司高度重视中药创新药的研发，截至 2023 年中报，中药研发管线共布局 26 款产品，其中 19 个项目处于临床二期或三期阶段，临床后期阶段项目密集。与此同时，公司三大核心品种——复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）、芪参益气滴丸均在二次开发新的适应症，有望打造第二增长曲线。我们认为，公司在中药创新药领域储备了丰富的临床中后期研发管线，未来几年有望批量化报产（NDA），成为公司长期业绩增长的动力来源。

图18. 天士力中药创新药部分研发管线（截至 2023 年 6 月）

通用名	适应症	IND	临床I期	临床II期	临床III期	NDA
安神滴丸	失眠	→	→	→	→	
复方丹参滴丸（T89）	心绞痛	→	→	→	→	美国FDA
复方丹参滴丸（T89）	急性高原反应	→	→	→	→	美国FDA
脊痛宁片	脊柱关节炎	→	→	→	→	
青术颗粒	痛风性关节炎	→	→	→	→	
安体威颗粒	普通感冒	→	→	→	→	
香橘乳癖宁胶囊	乳腺增生	→	→	→		
中风回语颗粒	脑卒中	→	→	→		
苏苏小儿止咳颗粒	儿童普通感冒所致咳嗽	→	→	→		
芪苓温肾消囊颗粒	多囊卵巢综合征	→	→	→		
三黄睛视明丸	湿性黄斑变性	→	→	→		
连夏消痞颗粒	消化不良	→	→	→		
肠康颗粒	腹泻型肠易激综合征	→	→	→		
胡黄连总苷胶囊	非酒精性脂肪性肝炎	→	→	→		
九味化斑丸	银屑病血热证和血瘀证	→	→	→		
九味化斑丸	糖尿病肾病	→	→	→		新增适应症
养血清脑颗粒	轻中度阿尔茨海默病	→	→	→		新增适应症
芪参益气滴丸	糖尿病肾病	→	→	→		新增适应症
芪参益气滴丸	慢性心力衰竭	→	→	→		新增适应症

资料来源：公司公告，CDE，药智数据，国投证券研究中心

(2) 深度调整期结束，聚焦主业有望兑现超额利润。2017-2022 年公司进入深度调整期，由于渠道库存周期调整、国际化受挫、医药商业拖累、医保谈判和集采压力、对外投资减值等负面影响，公司业绩陷入较大波动。2022 年以来公司风险逐步出清，主营业务结构不断优化，业绩实现触底反弹，应收账款周转天数大幅下降，经营性现金流持续转正，各项经营指标趋势向好，我们认为公司深度调整期已经结束，预计利润端表现将比收入端更加亮眼，有望持续兑现超额利润。

2.7. 东阿阿胶：深度践行“四个重塑”，复方阿胶浆医保解限完成

东阿阿胶主要从事阿胶及系列中成药、保健食品的研发、生产和销售，公司目前的核心产品包括阿胶（块）和复方阿胶浆，同时围绕“阿胶+”和“+阿胶”，进行产品和服务的延伸，成功打造“桃花姬”阿胶糕大单品，战略性推出阿胶速溶粉、阿胶固元膏等潜力品种，开发“皇

家围场 1619”子品牌。2018 年以来，由于多次提价造成渠道库存大量积压，阿胶的终端价格体系出现崩溃，经过多年调整，2020 年以来，公司收入和利润触底反弹，存货余额和应收账款余额大幅下降，公司发展进入新时期。我们认为，2024 年公司将有望受益于国企改革、医保解限等重要催化。

(1) 深度践行“四个重塑”，国企改革进入长效增长阶段。“四个重塑”作为华润集团的企业文化，在本轮国企改革过程中发挥重要作用。十四五期间，公司围绕“滋补国宝东阿阿胶”的品牌定位，深化落实“价值重塑、业务重塑、组织重塑、精神重塑”的四个重塑，推动公司实现高质量发展。根据业绩预告，2023 年公司预计实现归母净利润 11.0-11.6 亿元，同比增长 41-49%，我们认为公司已经完成业绩的触底反弹，正式进入长效增长阶段。

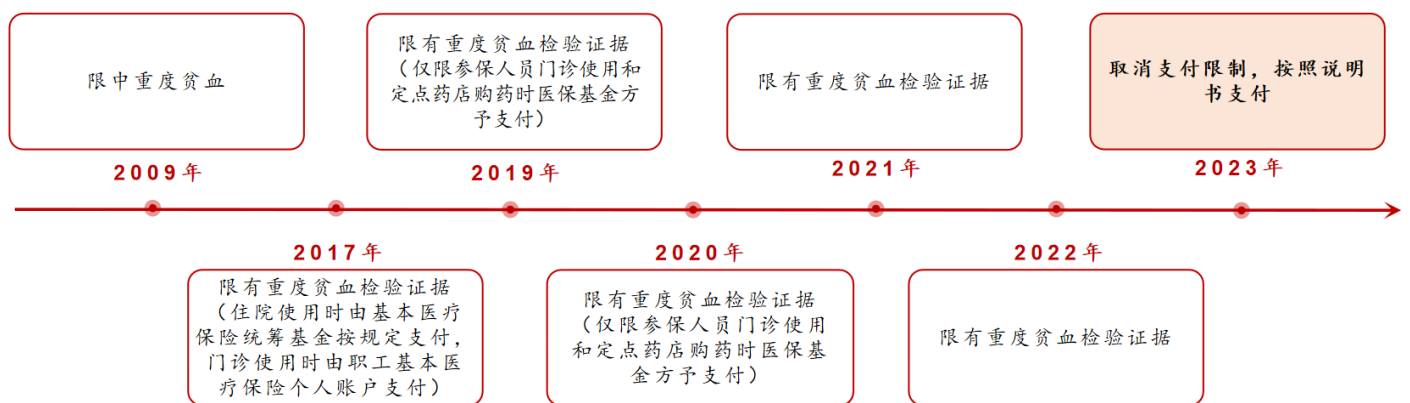
图19. 东阿阿胶落实“四个重塑”

价值重塑	业务重塑	组织重塑	精神重塑
炼行计划 品牌唤醒	双轮驱动 春雷行动	精简人员 重塑海外业务	深入一线 主题教育
重塑品牌信心	重塑生态治理	提升组织效能	推动公司高质量发展

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

(2) 复方阿胶浆医保解限完成，销售放量可期。2017 年以来国家医保目录开始动态调整，对于复方阿胶浆的医保支付标准趋于严格，限定重度贫血检验数据，同时 2017 版、2019 版、2020 版国家医保目录还对于医保支付形式进行约束。2022 年初，根据《国家医保局办公室关于开展医保药品支付标准试点工作的通知》要求，复方阿胶浆被列入改革试点，尝试将支付范围恢复至药品说明书范围。2023 年底，新版国家医保目录发布，正式解除“限有重度贫血检验证据”的限制。我们认为，医保支付范围解限后，复方阿胶浆的使用场景将有所增加，有望催化复方阿胶浆实现快速放量。

图20. 复方阿胶浆医保支付标准变更情况



资料来源：国家医保局，药智数据，国投证券研究中心

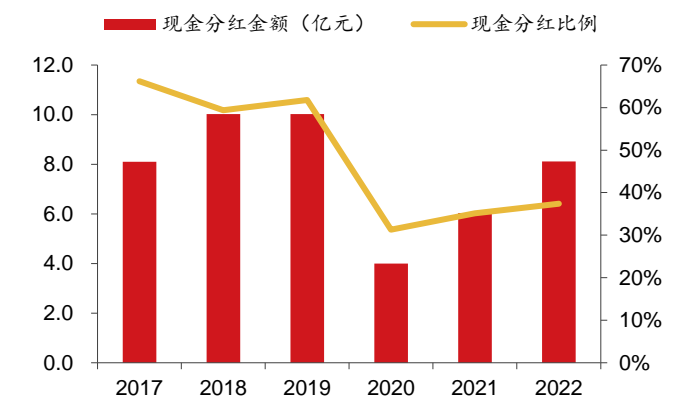
2.8. 济川药业：现金分红回报股东，BD 打造第二增长曲线

济川药业是国内领先的现代中药企业，围绕儿科、消化、呼吸等细分领域，逐步形成以蒲地蓝消炎口服液、小儿鼓翘清热颗粒、雷贝拉唑钠肠溶胶囊等代表的核心产品线。2018 年以来，由于省医保取消，公司的蒲地蓝消炎口服液、蛋白琥珀酸铁口服溶液等产品逐步退出各省医保支付范围，对短期业绩带来冲击。公司及时转型 OTC 战略，零售销售占比逐年提升，

销售费用率大幅下降，经过几年调整期，已经基本走出负面影响。我们认为，2024 年公司将有望受益于高股息潜力、并购整合（BD）等重要催化。

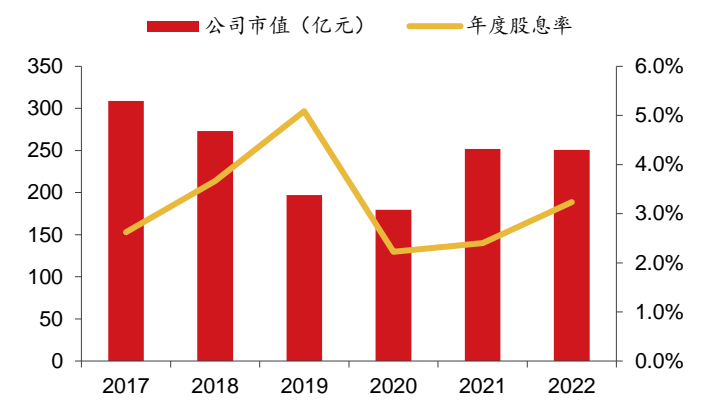
(1) 现金分红比例提升，股息率同步提升。公司长期执行稳定的年度权益分配政策，2019-2020 年期间，公司面临转型期间资本开支增多，现金分红比例从 65% 下降至 30% 左右。2021 年以来，公司逐步走出负面影响，业绩恢复增长，资本开支需求减弱，截止 2023 年三季度末，公司现金储备（货币资金+交易性金融资产）超过 100 亿元，近年来现金分红比例稳步提升，股息率同步提升。

图21. 济川药业现金分红比例



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图22. 济川药业年度股息率



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

(2) BD 进入收获期，有望打造第二增长曲线。2021 年以来，公司开始主动寻求通过 BD 项目完成转型，根据股权激励方案的考核要求，2022-2024 年期间，公司每年至少要完成 4 个 BD 项目。经过过去几年的 BD 积累，公司已经储备了长效生长激素、自免（PDE4 抑制剂，银屑病+特应性皮炎）、消化（蛋白酶抑制剂）、流感（PA 抑制剂）等重磅创新药，目前已经推进到 NDA 或者三期临床阶段，有望借助公司成熟的销售体系，打造成为第二增长曲线。

2.9. 贵州三力：有望受益于基药目录调整，深度赋能并购标的

贵州三力是一家独具特色的现代中药企业，公司核心产品为开喉剑喷雾剂，拥有儿童型和成人型两个剂型，主要成分包括八爪金龙、山豆根、蝉蜕和薄荷脑，属于经典苗医经验方，主要用于治疗口腔咽喉发炎等疾病。公司近年来积极通过收购扩展产品储备，完成多元化发展战略。我们认为，2024 年公司将有望受益于基药目录、并购整合等重要催化。

(1) 循证医学证据丰富，基药目录调整有望受益。开喉剑成人型和儿童型对于咽喉类疾病的疗效优异，尤其是儿童型，对于急性咽喉炎、急性扁桃体炎、牙龈炎、疱疹性咽峡炎、手足口病等适应症全部有效，是口腔咽喉疾病用药中少有的儿童专用药物，入选国内多部权威的用药指南或专家共识，临床效果和安全性得到专家认可，符合国家基药品种的遴选标准，有望受益于本次基药目录的调整。此外公司收购补充的芪胶升白胶囊、妇科再造丸等产品循证医学证据同样丰富，也有希望入选新版基药目录。

表8: 开喉剑喷雾剂循证医学证据扎实

时间	指南/共识名称	相关内容
2023年1月	开喉剑喷雾剂临床应用专家共识	广州中医药大学附属第一医院立项
2022年12月	新冠病毒感染者居家中医药干预指引	儿童治疗方案: 咽痛明显者可用开喉剑喷雾剂(儿童型)
2021年10月	儿童流行性感胃中西医结合防治专家共识	高热、咽喉红肿疼痛、扁桃体红肿明显者, 可给予开喉剑喷雾剂(儿童型)
2021年3月	中成药治疗小儿急性上呼吸道感染临床应用指南	小儿疱疹性咽峡炎或急性扁桃体炎, 推荐辅助使用儿童型开喉剑喷雾剂
2018年8月	广东省手足口病诊疗指南(2018年版)	口咽部可选用开喉剑喷雾剂、西瓜霜喷剂喷敷患处
2016年4月	中医儿科临床诊疗指南—手足口病(修订)	开喉剑喷雾剂喷口腔疱疹、溃疡处用于口腔部疱疹、溃疡

资料来源: 中华医学会, 中西医结合学会, 广东省卫健委, 国投证券研究中心

(2) 产品丰富度大幅提升, 深度赋能并购标的。公司高度重视产品多元化发展战略, 2020年以来, 公司相继并购德昌祥、汉方药业和云南无敌, 产品矩阵得到丰富, 涉及的领域扩展至妇科、男科及补益、肿瘤防治、跌打骨科等领域, 化解产品相对集中风险。并购完成后, 公司深度赋能并购标的, 有望通过产销协同打造第二增长曲线。

图23. 贵州三力相继并购德昌祥、汉方药业和云南无敌

德昌祥	汉方药业	云南无敌
<p>德昌祥创立于1900年, “德昌祥”品牌为贵州省百年老字号, 共有药品批准文号69个, 其中独家品种9个, 医保品种41个。2022年公司通过破产重整取得德昌祥 95% 股权。</p>	<p>汉方药业为贵州省内老牌药企, 目前拥有剂型8种, 批准文号80个, 其中独家品种20个, 独家苗药8个, 医保品种38个。2020年公司增资取得汉方25.64% 股权, 2023年收购其他股东股份后, 持股比例达到75.90%。</p>	<p>云南无敌是国内专业从事研究、生产治疗骨病药品的重点骨干生产型企业, 属于中华老字号企业。拥有胶囊、膏药、药酒、搽剂四条现代化生产线。通过收购好司特60.98% 股权, 实现对云南无敌的间接控制。</p>
		

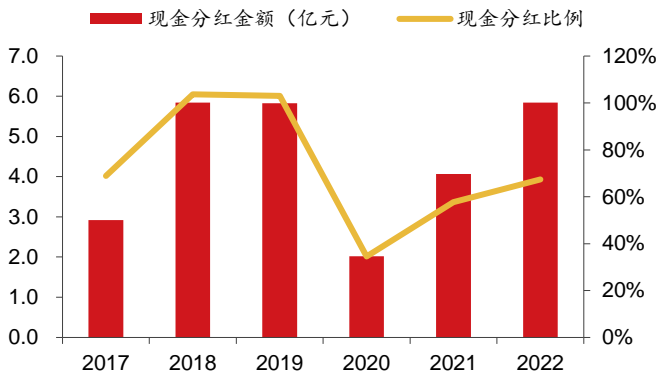
资料来源: 公司官网, 公司公告, 国投证券研究中心

2.10. 葵花药业: 高度重视现金分红, 员工持股计划陆续到期

葵花药业是一家以儿童药为特色的品牌中药公司, 公司采用儿童药和成人药双品牌的战略, “小葵花”和“葵花”品牌深入人心。公司产品梯队完善, 年报显示, 2022年公司销售额过千万品种94个, 过5000万级品种24个, 过亿级品种14个, 过6亿级品种2个(护肝片+小儿肺热系列)。我们认为, 2024年公司将有有望受益于高股息潜力、股权激励到期等重要催化。

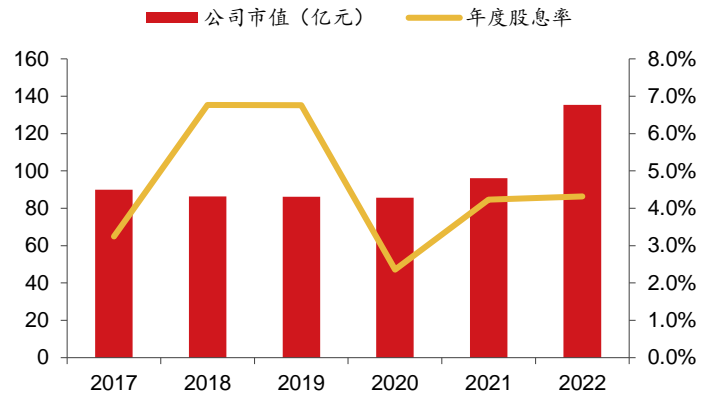
(1) 高度重视现金分红, 高股息可期。公司长期执行持续、稳定的利润分配政策, 2020年4月公司发布《未来三年(2020-2022年度)股东分红回报规划》; 2023年4月公司再度发布《未来三年(2023-2025年度)股东分红回报规划》。2020年公司现金分红比例突然下滑至40%左右, 主要是因为资本开支的增加, 2021年以来现金分红比例开始回升, 年度股息率也随之提升。

图24. 葵花药业现金分红比例



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图25. 葵花药业年度股息率



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

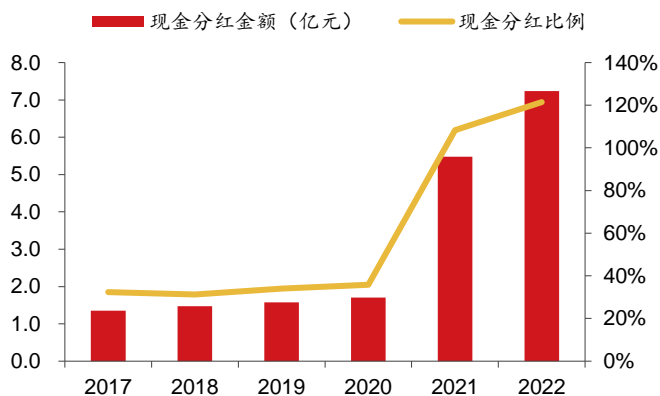
(2) 员工持股计划陆续到期, 激励效果明显。公司 2021 年和 2022 年做过两期员工持股计划。2021 年员工持股计划覆盖营销人员不超过 35 人, 主要考核营业收入, 以 2020 年为基数, 2021-2023 年营业收入增长率分别不低于 10%、21%、33%。2022 年员工持股计划覆盖高管及中层管理人员不超过 111 人, 主要考核营业收入或净利润, 以 2021 年为基数, 2022-2024 年营业收入增长率分别不低于 10%、21%、33%, 或者 2022-2024 年净利润率分别不低于 17.59%、18.09%、18.59%。以上两期员工持股计划激励效果明显, 目前 2021 年员工持股计划已经到期, 2022 年员工持股计划即将到期。

2.11. 江中药业: 调整分红政策, 具备外延并购能力

江中药业是一家以 OTC 为主导的品牌中药公司, 以胃肠用药为特色, 核心品种包括健胃消食片、乳酸菌素片、多维元素片、双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊 (贝飞达) 等。根据产品类型不同, 公司主营业务收入可以分为非处方药、处方药、健康消费品, 其中非处方药的占比超过 70%, 是公司主要的收入来源。我们认为, 2024 年公司有望受益于高股息潜力、并购整合等重要催化。

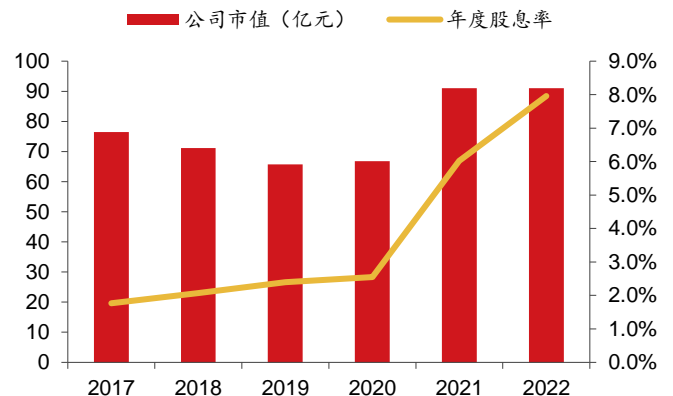
(1) 调整分红政策, 超额分红的背后是充裕的现金流。2021 年开始, 公司调整现金分红政策, 从每年 1 次分红调整为每年 2 次分红, 分别为三季度分红和年度分红, 现金分红比例从 30-40% 增加至 120% 左右。超额分红的背后是充裕的现金流, 过去 6 年 (2017-2022) 公司的现金储备 (货币资金+交易性金融资产) 从 7 亿元增加至 27 亿元, 累计经营性现金流增加 39 个亿。由于现金分红比例较高, 公司过去两年的年度股息率超过 6%。

图26. 江中药业现金分红比例



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

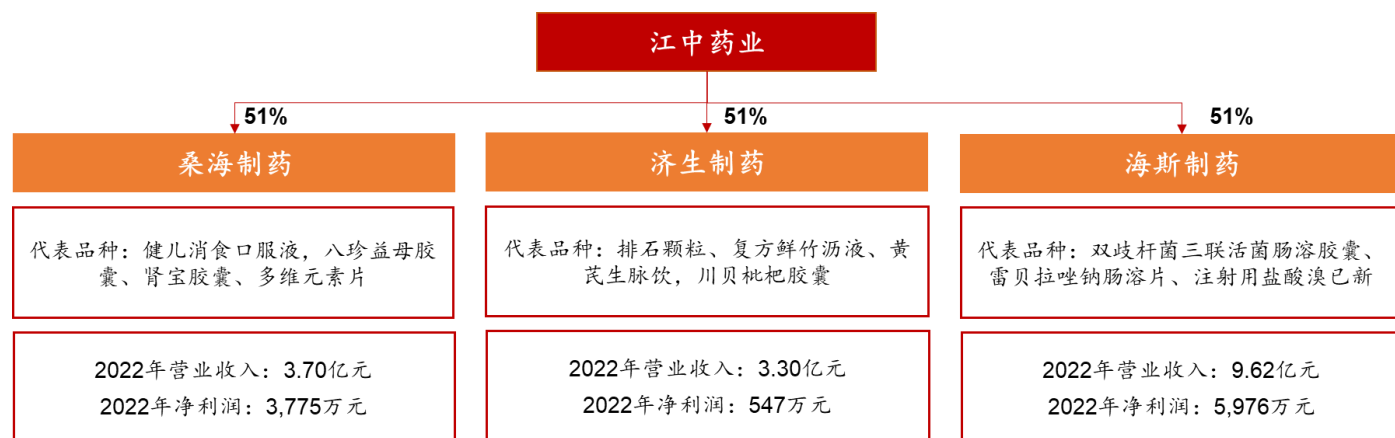
图27. 江中药业年度股息率



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

(2) 内生+外延双轮驱动，并购整合能力较强。根据“十四五”战略规划，公司坚持“内生发展+外延并购”双轮驱动的发展路径。过去几年公司连续并购桑海制药、济生制药、海斯制药等公司，重点聚焦消化和呼吸领域，补充八珍益母胶囊、多维元素片、复方鲜竹沥液、川贝枇杷胶囊、双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊（贝飞达）等重要品种，和公司现有产品线形成良好协同，展现出较强的并购整合能力。我们认为，公司目前现金储备丰富，为后续持续并购整合建立了较好的基础。

图28. 江中药业相继并购桑海制药、济生制药、海斯制药



资料来源：Wind，公司公告，国投证券研究中心

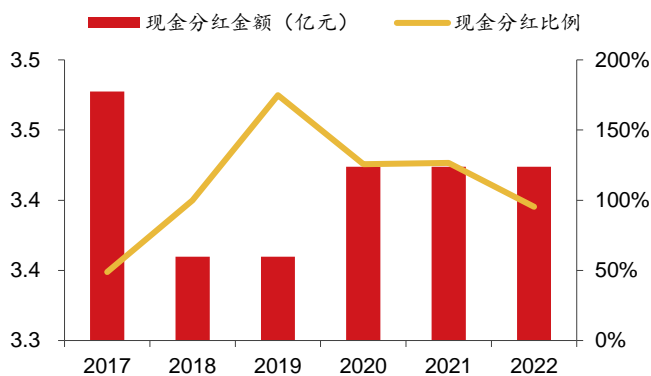
2.12. 九芝堂：疏血通医保解限放量可期，重视现金分红

九芝堂的前身为起源于1650年的“劳九芝堂药铺”，被列入“中华老字号”、国家级非物质文化遗产保护目录。2015年九芝堂通过收购牡丹江友博药业100%的股权完成重组。公司业务范围覆盖中药OTC、中药处方药、生物制剂等，主要产品包括安宫牛黄丸、六味地黄丸、阿胶、足光散、疏血通注射液、天麻钩藤颗粒片等。我们认为，2024年公司将有有望受益于医保解限、高股息潜力等重要催化。

(1) 医保解限完成，疏血通注射液销售放量可期。2023年国家医保目录调整过程中，公司旗下核心产品疏血通注射液的医保支付范围从“限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性脑血管疾病急性发作证据的重症患者”调整为“限二级及以上医疗机构缺血性心脑血管疾病的患者”。公告显示，2023年前三季度疏血通注射液实现营业收入4.88亿元，占公司营业收入的比例达到20.59%。我们认为医保支付范围的拓宽，有望推动疏血通注射液实现销售放量。

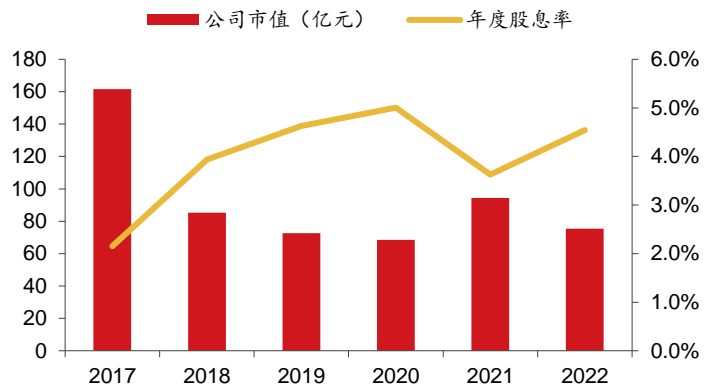
(2) 高度重视现金分红，历史股息率相对较高。公司高度重视现金分红，2018年以来，公司现金分红比例长期保持100%左右，超额分红的背后，是充裕的经营性现金流储备，过去5年（2018-2022年）公司经营性现金流的净流入达到27.52亿元。由于现金分红比例较高，公司过去几年的年度股息率稳定在4.0%左右。

图29. 九芝堂现金分红比例



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图30. 九芝堂年度股息率



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

2.13. 方盛制药：有望受益于基药目录调整，中药创新驱动“338”战略

方盛制药是一家国内领先的现代中药企业，重点覆盖骨骼肌肉系统、心脑血管系统、妇儿系统、呼吸系统、抗感染等细分领域，核心产品包括藤黄健骨片、玄七健骨片、小儿荆杏止咳颗粒、强力枇杷膏、强力枇杷露、依折麦布片、血塞通分散片等。过去几年公司聚焦主业，逐步剥离非核心资产，业绩呈现加速向上的趋势。我们认为，公司 2024 年将有望受益于基药目录、中药创新等重要催化。

(1) 循证医学证据扎实，基药目录调整有望受益。公司的藤黄健骨片和小儿荆杏止咳颗粒的循证医学证据明确，其中，藤黄健骨片公开发表《真实世界藤黄健骨片治疗膝骨关节炎缓解期人群用药特征及临床疗效分析》等多个真实世界研究，小儿荆杏止咳颗粒入选中华医学会《儿童祛痰止咳治疗专家共识》等临床指南，我们认为入选国家基药目录的概率相对较高。此外公司 2021 年收购滕王阁药业，该公司的强力枇杷膏（蜜炼）和强力枇杷露 2018 年已经入选国家基药目录，由于经营不善 2021 年之前没有达到放量预期，公司收购完成后加大推广力度，年报显示，2022 年强力枇杷膏（蜜炼）/露的销售额同比增长超过 170%。

表9：方盛制药循证医学证据扎实

产品	适应症	专家认可度
藤黄健骨片	关节炎	上市后再评价，公开发表《真实世界藤黄健骨片治疗膝骨关节炎缓解期人群用药特征及临床疗效分析》等多个真实世界研究
小儿荆杏止咳颗粒	急性支气管炎	入选中华医学会《儿童祛痰止咳治疗专家共识》等临床指南
强力枇杷膏（蜜炼） 强力枇杷露	支气管炎咳嗽	收购企业滕王阁药业的核心品种，2018 年入选国家基药目录，累计覆盖近千家等级医院和 3000 多家基层医疗机构，被《咳嗽中医诊疗专家共识意见》列为推荐用药

资料来源: 公司公告, 药智数据, 国投证券研究中心

(2) 中药研发体系成熟，创新驱动“338”战略。公司是国内领先的创新中药企业，具备成熟的中药研发体系，过去几年先后完成小儿荆杏止咳颗粒、玄七健骨片等 1.1 类中药新药的获批上市，目前正在研发的诺丽通颗粒已完成三期临床试验，益气消瘤颗粒、妇科止血消痛颗粒、蛭龙通络片等项目处于研发阶段。创新驱动下，公司正在实施“338 大产品打造计划”，力争在未来 5-10 年时间内，打造 3 个 10 亿大产品、3 个 5 亿大产品、8 个超亿产品。

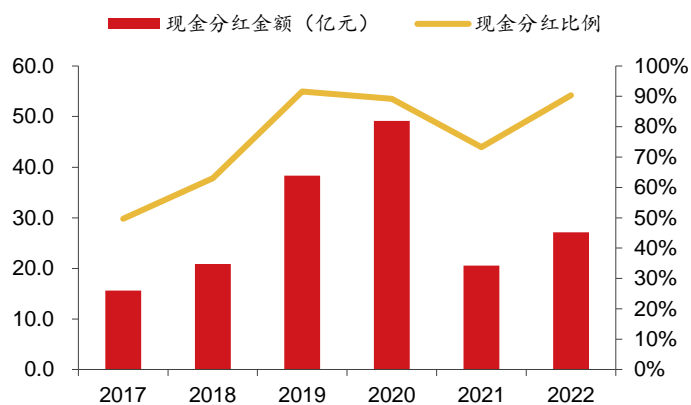
2.14. 云南白药：聚焦主业利润修复，高分红的典范

云南白药是一家拥有 120 年历史的中华老字号，公司以“云南白药”品牌为核心，逐渐形成药品事业部、健康品事业部、中药资源事业部、云南省医药有限公司（医药流通）四大事业

部。截止 2022 年底，公司拥有 247 个中成药品种，涉及 354 个批文，其中，独家中成药品种 43 个，独家批文 53 个。我们认为，2024 年公司有望受益于高股息潜力、OTC 自主定价等重要催化。

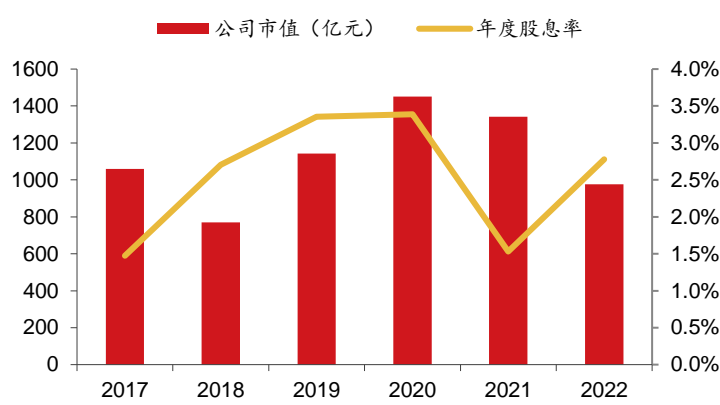
(1) 高分红典范，聚焦主业利润修复。公司高度重视现金分红，根据 Wind 统计，云南白药上市以来（1993-2022 年）累计现金分红达到 207.51 亿元，分红比例稳步提升，2020 年度分红金额达到 49.17 亿元，2017-2020 年连续 4 年在所有医药上市公司中分红金额排名第一，成为高分红的典范。2021 年以来，由于公司对外投资出现亏损，报表层面出现较大幅度的公允价值变动，公司净利润和现金分红金额同步下滑。2023 年以来，公司聚焦主业，业绩改善明显，2023 年前三季度实现归母净利润 41.23 亿元，同比增长 78.90%。

图31. 云南白药现金分红比例



资料来源：Wind，国投证券研究中心

图32. 云南白药年度股息率



资料来源：Wind，国投证券研究中心

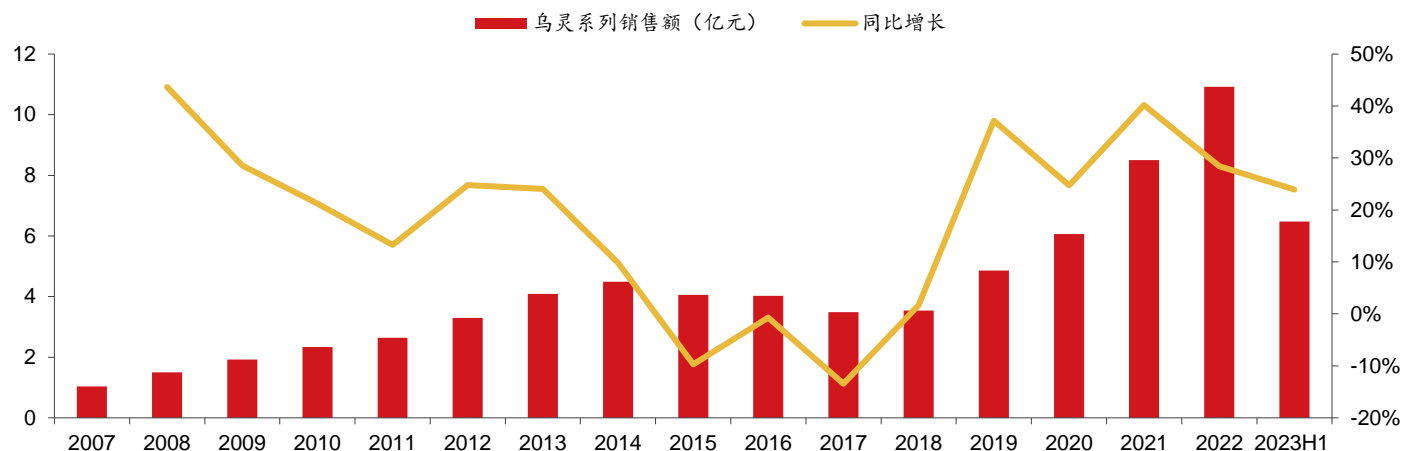
(2) 三七中药材价格上涨，OTC 品种或存在提价空间。云南白药的大部分药品为 OTC 品种，具备自主定价权，公司公告显示，2022 年公司迫于成本压力，曾经对云南白药（散剂）产品的出厂价上调 13.5%。云南白药的主要原材料为三七中药材，根据中药材天地网，2023 年以来三七中药材的价格明显上涨，迫于成本压力，OTC 品种或存在提价空间。

2.15. 佐力药业：基药目录受益者，以菌粉发酵为特色

佐力药业是一家以菌粉发酵为特色的现代中药企业，公司核心产品主要是以乌灵菌粉发酵的乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒，以及以虫草菌粉发酵的百令片、百令胶囊等，此外公司业务范围还包括中药饮片和中药配方颗粒。其中，乌灵胶囊是公司独家产品，主要用于治疗失眠、健忘、心悸心烦、神疲乏力、腰膝酸软，还可以缓解焦虑抑郁状态。我们认为，2024 年公司有望受益于基药目录、中药创新等重要催化。

(1) 基药目录调整受益者，乌灵系列产品持续增长。2018 年国家基药目录调整过程中，公司的乌灵胶囊、灵泽片、百令片三大核心品种成功纳入基药目录，并因此受益实现快速放量，以乌灵系列（乌灵胶囊+灵泽片）为例，从 2018 年的 3.54 亿快速增长至 2022 年的 10.92 亿。业绩快报显示，受集采降价影响，2023 年乌灵胶囊的销售金额同比增长 9.12%，但是销售数量同比增长达到 17.51%，灵泽片的销售数量和销售金额同比增长均超过 31%，依然处于放量红利期。

图33. 乌灵系列产品销售额及同比增长情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国投证券研究中心

(2) 专注于菌粉发酵，中药创新再次取得阶段性成果。公司专注于利用真菌生物发酵技术生产中药产品，掌握乌灵参、冬虫夏草等天然珍稀药材的生物发酵技术，并成功开发一系列创新中药产品。近期公司中药创新再次取得阶段性成果，根据公司公告，2024年1月，公司按照同名同方药开发的百令胶囊成功获批上市，公司目前在研的中药创新药“灵香片”已经完成临床前研究。此外，公司正在开展乌灵胶囊治疗老年痴呆的二次开发。

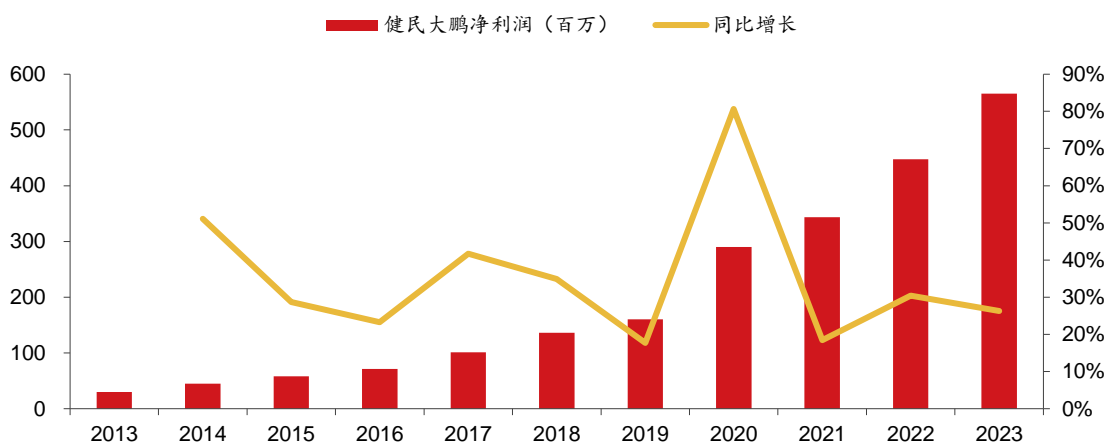
2.16. 健民集团：中药创新成果显著，体培牛黄或具备提价空间

健民集团是一家历史悠久的特色中药企业，业务范围覆盖医药工业、医药商业、医疗服务等，其中医药工业以儿科和妇科为主，核心产品包括龙牡壮骨颗粒、便通胶囊、健脾生血片（颗粒）、小金胶囊等。公司参股子公司健民大鹏主营业务为体外培育牛黄，是国内唯一获得体外培育牛黄批文的企业，公司持股比例达到33.54%，每年贡献稳定投资收益。我们认为，2024年公司有望受益于中药创新、自主定价等重要催化。

(1) 中药创新成果显著，管线储备丰富。公司具备成熟的中药研发体系，积极布局和推进中药新药的研发立项，近年来取得众多显著成果：2022年1月，公司自主研发的1.1类中药创新药七蕊胃舒胶囊获批上市；2023年10月，公司自主研发的1.1类中药创新药小儿紫贝宣肺糖浆获批上市。此外，公司还有牛黄小儿退热贴、枳术通便颗粒、通降颗粒等中药创新药项目处于研发过程中，管线储备丰富，是公司具备长期成长性的基础。

(2) 天然牛黄价格大幅上涨，体培牛黄或具备提价空间。根据中药材天地网，2023年以来天然牛黄的价格大幅上涨，从2023年1月的57万元/公斤上涨至2024年3月的140万元/公斤，涨幅高达146%。体外培育牛黄作为天然牛黄的替代品，从需求端来看，随着天然牛黄的价格大幅上涨，体外体育牛黄的需求有望增加，从供给端来看，健民大鹏是国内唯一获得体外培育牛黄批文的企业，产能供给相对有限；供需关系变化下，我们推测体外培育牛黄的价格可能存在一定的提价空间。

图34. 健民大鹏净利润及同比增长情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国投证券研究中心

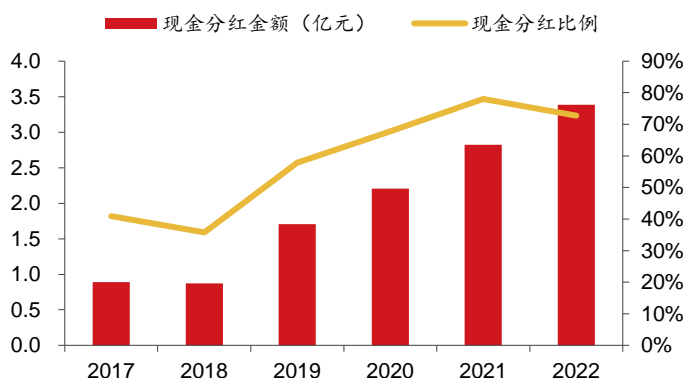
2.17. 羚锐制药：两只老虎或存在提价空间，现金分红比例稳步提升

羚锐制药是一家以贴膏剂为特色的品牌中药公司，核心主品通络祛痛膏定位中高端市场，“两只老虎”系列定位中低端市场，此外公司还布局芬太尼化药贴膏、小羚羊儿童品牌、二线口服品种、软膏剂等其他产品系列，年报显示，2022年公司已经初步形成10亿级产品1个（通络祛痛膏），1亿级产品10个的产品矩阵。我们认为，2024年公司将有有望受益于自主定价、高股息潜力等重要催化。

(1) “两只老虎”系列贴膏或存在提价空间。公司“两只老虎”系列包括壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏、关节止痛膏、麝香壮骨膏等贴膏产品，年报显示，2022年以上四个产品在同类产品中的市场占有率分别为92.59%、48.36%、39.28%、30.68%，均排名第一。虽然市场份额领先，但是“两只老虎”系列的价格相对较低，以伤湿止痛膏为例，电商旗舰店的价格为0.55元/贴左右，显著低于同通用名竞品，考虑到2023年以来中药材价格普遍上涨，迫于成本压力，我们推测“两只老虎”系列贴膏或存在一定的提价空间。

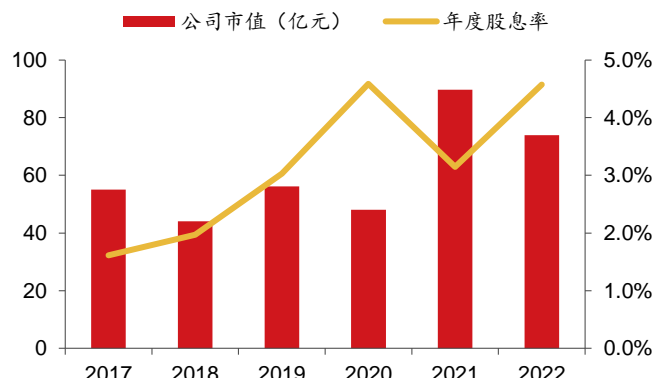
(2) 现金分红比例稳步提升，历史高股息相对较高。公司高度重视现金分红，2021年4月公司发布《未来三年（2021年-2023年）股东分红回报规划》，对分红比例提出一定要求。过去6年（2017-2022年）公司累计分红11.87亿元，现金分红比例从40%左右提升到70%左右，年度股息率从2%左右提升到4%左右。

图35. 羚锐制药现金分红比例



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图36. 羚锐制药年度股息率



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

3. 风险提示

3.1. 中成药集采降价的风险

2021 年以来，湖北联盟、广东联盟等牵头组织多个批次的中成药集采，其中，2023 年由湖北省医保局牵头组织的全国中成药集采影响最为深远，目前看整体降价幅度相对温和。如果中成药集采规则或集采范围发生变化，导致降价幅度超预期，有可能对相关上市公司的业绩造成较大影响。

3.2. 中药材价格波动的风险

中药生产企业的上游原材料为中药材，市场价格受到气候条件、供需关系、流通环境、资本参与等众多复杂因素的影响，2023 年以来中药材价格大幅上涨，如果不能通过提价转移成本压力，将会直接影响相关上市公司的制造成本和利润空间。

3.3. 行业政策变化的风险

医药行业政策不确定性较大，从过往历史来看，中药注射剂限制、重点监控目录、省医保退出等政策变化，都曾经对中药行业产生深远影响，未来如果行业政策发生变动，可能对相关上市公司的经营发展造成负面影响。

目 行业评级体系

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034