

强于大市

中药 OTC 行业专题报告

公司名称	股票代码	股价	评级
天士力	600535.SH	人民币 12.63	买入
昆药集团	600422.SH	人民币 16.89	买入
马应龙	600993.SH	人民币 25.77	买入
寿仙谷	603896.SH	人民币 22.30	增持

资料来源: Wind, 中银证券

以2024年7月10日当地货币收市价为标准

需求与政策共驱, 改革与拓展并进, 引领高质量新篇章

中药 OTC 行业在政策与市场需求的驱动下, 实现稳健增长。中医药政策落地推动行业发展进程, 人口老龄化趋势加剧及公众健康意识提升促进市场需求保持旺盛。在公司层面, 中药企业顺应国企改革浪潮, 拓宽销售渠道, 在企业具备较高自主定价权的背景下, 有望实现量价齐升。基于此, 我们预计未来中药行业将保持快速增长态势。

支撑评级的要点

- 中药 OTC 行业稳健增长与消费驱动。** 凭借深厚的文化底蕴和独特的诊疗体系, 更得益于消费者健康意识的提升及国家政策的持续扶持, 中药 OTC 销售额实现稳健增长, 满足消费者健康保健和疾病治疗的双重需求。在市场竞争日益激烈的背景下, 中药 OTC 产品凭借集采免疫和较高定价自主权, 可在市场中稳固地位, 维持产品价格体系的稳定, 为企业带来更高的经营灵活性。与此同时, 中药 OTC 产品兼具刚需和消费属性, 作为“处转非”和“双跨”的主力品种, 其消费属性逐步显化。中药企业积极进行策略调整, 不仅延长了中成药的市场生命周期, 也进一步增强了其消费性, 满足广大消费者对中成药的多样化需求。中药 OTC 板块盈利能力较强, 高分红和股权激励彰显稳健经营策略。展望未来, 随着消费者健康意识的持续提升、人口老龄化趋势加速以及中药 OTC 产品消费属性的进一步显化, 我们预计中药 OTC 行业将持续保持稳定增长态势。
- 从行业角度分析, 政策红利与市场需求并行驱动中药 OTC 行业发展。** 政策层面, 国家高度重视中医药产业发展, 通过优化审批流程, 扩大医保覆盖等全方位政策, 有效推动中药产业链的高质量发展, 将中药产业纳入国家“十四五”规划的国家战略要素中。市场需求方面, 随着人口老龄化趋势加剧及银发经济的兴起, 慢性病管理和养生保健成为老年群体的关键消费领域。此外, 随着年轻人健康意识的提升和消费者对中药认可度的提升, 中药市场正逐步扩大并年轻化, 进一步推动大健康产业的持续发展。政策支持为行业的健康发展提供保障, 市场需求的增长则为行业的持续发展提供动力。因此, 在政策与市场的双重作用的推动下, 中药 OTC 行业正迎来发展的新机遇, 我们预计未来其将持续发展, 成为中医药产业不可或缺的重要支柱。
- 从公司角度分析, 中药 OTC 企业可实现“量价齐升”。** 国企改革为企业注入活力, 推动企业治理结构的优化, 促使国企营收和利润稳步增长, 具备有效风险抵御能力和疫后恢复能力, 经营表现持续稳健。随着电商销售的崛起和县域经济的兴起, 中药 OTC 企业积极拥抱数字化转型, 加快在线药店布局的步伐并下沉终端市场。通过与各大第三方平台合作, 并深耕县域市场, 进一步拓宽销售网络和市场份额。面对中药材价格上涨的挑战, 中药 OTC 企业灵活调整策略, 有效缓解成本压力。传统名贵中成药和普通品牌 OTC 均可通过不同方式实现销量与价格的双重增长。此外, 下游零售药店面临消费者人数下降和化药集采政策导致盈利能力下降的双重压力, 我们预计其对中药 OTC 的提价接受程度将会有效提升。展望未来, 中药 OTC 企业将持续优化策略, 积极拥抱数字化浪潮, 通过拓宽线上销售渠道、深化县域市场布局、加大研发投入、提升产品创新能力, 企业不断提升市场竞争力, 为中药 OTC 行业发展奠定坚实基础。

投资建议

- 综合考量品牌影响力、估值具性价比、议价能力等因素, 我们建议关注昆药集团、马应龙、天士力、寿仙谷, 同时也建议关注华润三九、东阿阿胶、云南白药、健民集团、同仁堂等公司。

评级面临的主要风险

- 中成药 OTC 产品提价幅度不达预期的风险, 中药材价格波动风险, 竞争格局加剧风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

证券分析师: 刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

联系人: 薛源

yuan.xue_sh@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122110008

目录

1 中药 OTC 市场蓬勃发展，业绩增长与战略激励并行	6
1.1 中成药 OTC 市场逐渐走向繁荣	6
1.2 集采压力较小，消费属性逐步凸显	6
1.3 中药 OTC 在核心领域占据重要地位，增势强劲	8
1.4 品牌 OTC 企业稳健前行，高分红和股权激励计划强化信心	9
2 政策助力，需求蓬勃，中药 OTC 行业迎春风	13
2.1 政策红利加持，推动中药行业蓬勃发展	13
2.2 终端需求旺盛，健康产业步入新增长期	14
3 改革驱动，拓宽布局，中药 OTC 企业获机遇	18
3.1 国企改革助力中药企业，销售策略变革引领线上线下双重增长	18
3.2 中药材涨价潮下药企提价能力凸显，OTC 产品增长潜力旺盛	22
风险提示	29
天士力	30
昆药集团	37
马应龙	44
寿仙谷	50

图表目录

图表 1. 实体零售药店药品销售情况.....	6
图表 2. 实体零售药店市场中成药销售规模.....	6
图表 3. 实体零售药店市场中成药占比.....	6
图表 4. 2024 年初至今处转非和“双跨”品种（截至 2024 年 5 月 28 日）.....	7
图表 5. 中成药院内和院外市场规模占比.....	7
图表 6. 中成药 OTC 品类市场销售规模.....	8
图表 7. 2022 年中国城市实体药店终端感冒药 Top20 产品.....	8
图表 8. 部分中药 OTC 企业经营能力概览（截至 2024 年 7 月 10 日）.....	9
图表 9. 医药生物、中药、中药 OTC 板块销售毛利率和净利率.....	10
图表 10. 2023 年中药 OTC 企业分红情况.....	10
图表 11. 部分国资背景中药企业的股权激励指标.....	11
续 图表 11. 部分国资背景中药企业的股权激励指标.....	12
图表 12. 部分国家层面主要中药行业政策及公告情况.....	13
图表 13. 各地方主要中药行业政策及公告情况.....	14
图表 14. 2000-2023 年中国 65 岁以上老龄人口数量及占比.....	14
图表 15. 我国近三十年人口出生率、死亡率与自然增长率.....	15
图表 16. 中国 1960-2021 年平均预期寿命.....	15
图表 17. 2018 年我国不同年龄人群慢性病患率.....	15
图表 18. 2017-2022 年中国慢性病市场规模及预测.....	15
图表 19. 2012-2021 年中国膳食养生市场规模.....	16
图表 20. 2022 年健康人群改善健康的方式.....	17
图表 21. 淘宝天猫药食同源类滚动年销售额和同比增速.....	17
图表 22. 药食同源市场各添加成分销售额分析.....	17
图表 23. 中药行业不同公司性质的总市值(截至 2024 年 7 月 10 日).....	18
图表 24. 中药行业公司性质(截至 2024 年 7 月 10 日).....	18
图表 25. 部分中药企业国资入股情况.....	18
图表 26. 中药民营企业/国企近十年营业收入.....	19
图表 27. 中药民营企业/国企近十年扣非归母净利润.....	19
图表 28. 中药国企近十年平均销售毛利率和净利率.....	20
图表 29. 中药国企近十年平均费用率.....	20
图表 30. 2013-2023 年中国实体药店和网上药店（药品+非药品）零售规模.....	20
图表 31. 2013-2023 年中国实体药店和网上药店（药品+非药品）零售规模占比.....	20
图表 32. 2022 年中国网上药店终端中成药销售 Top20 产品.....	21
图表 33. 2017-2021 年县域零售药店市场规模.....	21
图表 34. 医疗资源下沉主要政策及公告情况.....	22
图表 35. 201901-202306 中国零售药店行业产品价格指数（以 2018 年指标平均值为基准 1000 点）.....	23

图表 36. 部分中药材价格涨幅情况.....	23
图表 37. 2010-2021 年中国零售药店店均服务人数变化情况.....	24
图表 38. 药品集采不同批次降幅.....	24
图表 39. 片仔癀 2005-2023 年国内零售价格变化.....	25
图表 40. 2017-2022 年我国安宫牛黄丸零售市场规模及增长情况.....	26
图表 41. 2017-2022 年同仁堂安宫牛黄丸零售额（亿元）.....	26
图表 42. 2023 年中国城市药店终端中成药贴膏剂品牌 Top20.....	27
图表 43. 2017-2021 年我国城市实体药店中药贴膏剂销售额.....	28
图表 44. 公司部分产品与竞品的 OTC 价格对比.....	28
图表 45. 天士力产品序列.....	31
图表 46. 天士力中药板块核心产品与 2023 年销售情况.....	32
图表 47. 公司 2020-2024Q1 营业收入及增速.....	32
图表 48. 公司 2020-2024Q1 医药工业营业收入与增速.....	32
图表 49. 公司 2020-2024Q1 费用率情况.....	33
图表 50. 公司 2020-2024Q1 利润率、ROE 等情况.....	33
图表 51. 公司 2020-2023 年研发投入情况.....	33
图表 52. 公司 2020-2023 年研发人员占比.....	33
图表 53. 盈利预测核心假设.....	34
图表 54. 可比公司估值表.....	35
图表 55. 公司三大事业部介绍.....	38
图表 56. 2020-2023 年公司营业收入.....	38
图表 57. 2020-2023 年公司归母净利润.....	38
图表 58. 2020-2023 年公司毛利率、ROE、利润率情况.....	39
图表 59. 2020-2023 年公司费用率情况.....	39
图表 60. 2020-2023 年昆中药营收情况.....	39
图表 61. 公司心脑血管产品.....	40
图表 62. 盈利预测核心假设.....	41
图表 63. 可比公司估值表.....	41
图表 64. 公司主要产品介绍.....	45
图表 65. 2020-2024 Q1 公司营业收入.....	46
图表 66. 2020-2023 年公司不同业务销售占比.....	46
图表 67. 2020-2023 年毛利率、ROE、利润率情况.....	47
图表 68. 2020-2023 年公司费用率情况.....	47
图表 69. 盈利预测核心假设.....	48
图表 70. 可比公司估值表.....	48
图表 71. 公司产品主要概况.....	51
图表 72. 公司 2021-2023 年主营产品收入.....	52
图表 73. 公司 2020-2023 年营业收入及其增速.....	53
图表 74. 公司 2020-2023 年归母净利润及其增速.....	53

图表 75. 公司 2020-2023 年费用率情况.....	53
图表 76. 公司 2020-2023 年利润率、ROE 等情况.....	53
图表 77. 公司 2020-2023 年研发费用与研发费用率等情况.....	54
图表 78. 盈利预测核心假设	54
图表 79. 可比公司估值表	55

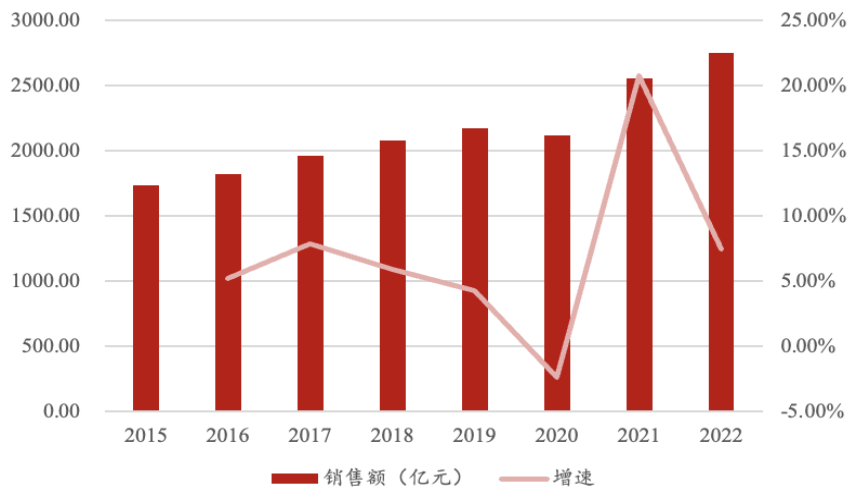
1 中药 OTC 市场蓬勃发展，业绩增长与战略激励并行

1.1 中成药 OTC 市场逐渐走向繁荣

中药 OTC 行业作为中医药领域的重要组成部分，近年来呈现出稳健增长的态势。这一增长不仅得益于中药自身深厚的文化底蕴和独特的诊疗优势，更得益于国内消费者健康意识的显著增强以及国家政策的持续扶持。在健康观念日益受到重视的当下，中药 OTC 产品以其源于自然的原材料和独特的药理作用，满足了消费者对于健康保健和治疗疾病的双重需求。与此同时，中医药文化的复兴也推动了中药 OTC 产品的普及和认可，使得越来越多的消费者开始将中药作为治疗疾病和养生的首选，中成药 OTC 市场需求持续扩大和繁荣。

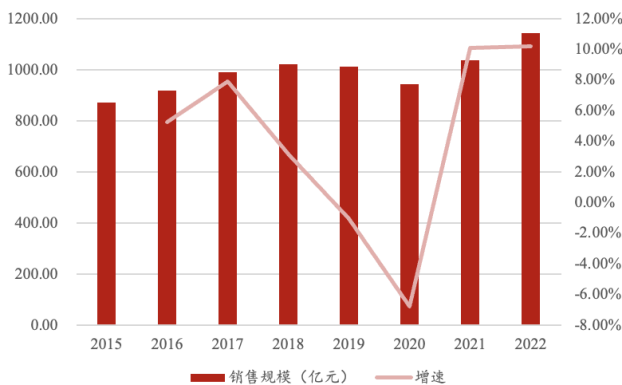
基于药融云全国药店零售数据库的分析，国内实体药店的销售额在过去几年间呈现稳定增长态势，从 2015 年的 1,732.42 亿元攀升至 2022 年的 2,749.20 亿元，其中中成药的销售额呈现稳定增长态势，从 2015 年的 872.12 亿元增长至 2022 年的 1,142.72 亿元，2021 年和 2022 年的同比增速均突破 10%，分别为 10.09% 和 10.19%，表现出亮眼的增长趋势。

图表 1. 实体零售药店药品销售情况



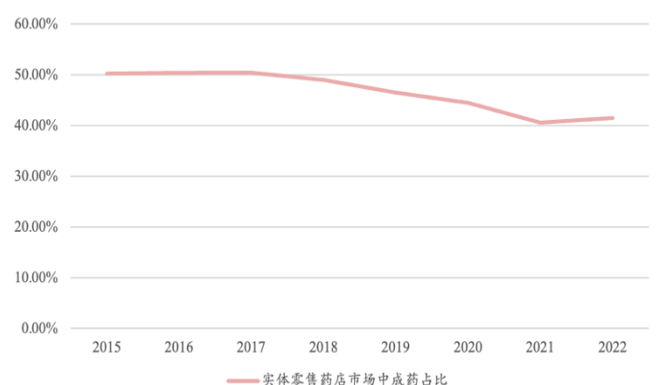
资料来源：药融云全国药店零售数据库，中银证券

图表 2. 实体零售药店市场中成药销售规模



资料来源：药融云全国药店零售数据库，中银证券

图表 3. 实体零售药店市场中成药占比



资料来源：药融云全国药店零售数据库，中银证券

1.2 集采压力较小，消费属性逐步凸显

中药 OTC 产品具备一定的集采免疫优势，主要针对院外零售市场，同时在定价策略上拥有更多的独立性和灵活性。这种定价的自主性确保了中药 OTC 产品能够维持较为稳定的价格体系，即便在医药集采等政策调整的背景下，其价格波动幅度也相对有限，成为一个不易受集采政策影响的“稳定锚”和“避风港”。

中药 OTC 产品兼具刚需和消费属性。随着中药 OTC 产品在线下药店和在线零售渠道的深度渗透，广泛的零售市场使得消费者能够根据自身健康状况和需求自主选择适合的中药 OTC 产品，这种特性赋予中药 OTC 产品更为显著的消费属性，使消费者在购药过程中享有更大的灵活性和主动性。随着中国逐步迈入中度老龄化社会，加之少子化和长寿趋势的加速，老龄化问题日益凸显，慢性病的高发成为一大挑战。老年人口对医疗服务和健康管理需求的增长，为中药 OTC 产品带来了更为明显的刚性需求。

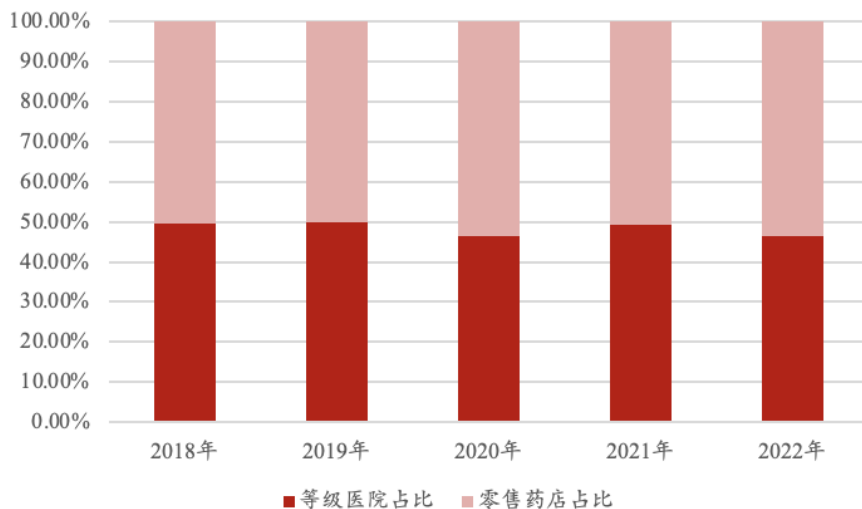
中成药是“处转非”和双跨的主力品种，消费属性呈现逐步显化趋势。为有效抵御医保控费和集采降价等政策的挑战，众多药企采取策略性调整，将原本仅限处方销售的药品转化为非处方药或同时跨越处方药与非处方药（双跨）的界限，以进入更为灵活且广泛的销售渠道，从而延长其市场生命周期。自 2020 年起，国家药品监督管理局正式公告了共计 121 种处方药转化为非处方药，其中，在 63 个独家品种中，中成药占据主要地位，高达 49 个，占比超过七成。进入 2024 年，这一趋势不减反增。截至目前，已有 15 种处方药成功转型为非处方药，其中中成药品种为 13 种；其中，有 8 种药品适用于双跨市场，中成药品种占 7 个。展望未来，随着市场环境和政策环境的不断变化，我们预计中成药将继续保持这一领域的主力地位。同时，随着中成药品种“处转非”的转化加速，其在院外市场的占比也相应提升，消费属性进一步增强，满足广大消费者对中成药的多样化需求。根据赛柏蓝发布的数据，中成药在院外市场的销售占比已由 2018 年的 50.3% 提升至 2022 年的 53.7%，我们预计在未来这一趋势会持续加强。

图表 4. 2024 年初至今处转非和“双跨”品种（截至 2024 年 5 月 28 日）

公告日期	药品名称	规格	OTC 分类	备注
2024.5.21	众生片	每片重 0.36 克	甲类	双跨（中药 1 类）
2024.5.21	强肾片	每片 0.6 克（相当于原药材 2.16 克）	甲类	双跨（中药 2 类）
2024.4.18	雪山胃宝胶囊	每粒装 0.33 克	甲类	双跨
2024.4.18	妇血康颗粒	每袋装 3 克（无蔗糖）	甲类	双跨（一类）
2024.4.7	枸橼酸铋钾胶囊	120 毫克（按三氧化二铋计）	甲类	双跨
2024.3.27	灵莲花颗粒	每袋装 4 克	甲类	
2024.3.27	丹栀逍遥胶囊	每粒装 0.45 克	甲类	
2024.3.27	秋水健脾散	每瓶装 3 克；每袋装 3 克。	甲类	
2024.3.27	胃舒宁片	每片重 0.41 克	甲类	双跨（一类）
2024.3.21	七叶皂苷钠搽	15ml: 0.15g	甲类	
2024.3.14	阿胶当归胶囊	每粒装 0.3 克	甲类	双跨
2024.3.14	芪参补气胶囊	每粒装 0.3 克	甲类	
2024.3.12	清喉咽颗粒	每袋装 6 克	甲类	双跨（一类）
2024.3.12	固肾合剂	每袋装 150 毫升	甲类	
2024.3.12	清热解毒片	基片重 0.3 克	甲类	

资料来源：国家药品监督管理局，中银证券

图表 5. 中成药院内和院外市场规模占比



资料来源：赛柏蓝，中银证券

1.3 中药 OTC 在核心领域占据重要地位，增势强劲

根据赛柏蓝披露的数据，中成药在 OTC 市场的多个关键领域中占据主导地位。具体而言，2022 年中成药在感冒用药/清热类、滋补保健类、止咳祛痰类、口腔咽喉类以及肌肉-骨骼系统用药类五大核心类别中的市场份额显著，占比超 70%。

从市场增长趋势来看，中成药产品销售规模呈现出强劲的增长动力，主要得益于公众健康意识的日益增强以及人口老龄化趋势的加速。在这一背景下，感冒用药/清热类和止咳祛痰类中成药的 OTC 产品增长尤为显著，2022 年同比增速高于 50%，市场显著增长。

图表 6. 中成药 OTC 品类市场销售规模

细分类	中成药类别占比	2022年中成药市场	
		OTC 同比增速	Rx 同比增速
感冒用药/清热类	83.00%	50.70%	58.10%
滋补保健类	72.40%	-0.40%	5.50%
心脑血管疾病用药（不含高血压）	56.30%	4.90%	4.30%
止咳祛痰类	86.10%	51.00%	24.10%
口腔咽喉类	85.10%	35.10%	36.30%
肌肉-骨骼系统用药	78.40%	-0.20%	-6.80%
胃肠道疾病用药	43.90%	2.30%	-7.00%
妇产科用药	66.90%	-1.90%	-7.00%

资料来源：赛柏蓝，中银证券

以感冒中成药为例，根据米内网数据，中国零售药店终端的感冒中成药市场在 2022 年呈现出增长趋势，销售规模近 170 亿元，其中，城市实体药店感冒中成药销售占比超过九成。2022 年中国城市实体药店终端感冒药的销售 Top20 产品均为销售额过亿品种。其中，感冒灵颗粒和连花清瘟颗粒分别凭借其超过 29 亿元和 26 亿元的销售额位居前两位，位列第三的是小柴胡颗粒，其销售额超过 11 亿元。值得一提的是，连花清瘟胶囊、颗粒以及荆防颗粒在增速方面表现尤为突出，均实现超过 150% 的高速增长。

图表 7. 2022 年中国城市实体药店终端感冒药 Top20 产品

产品名称	销售额	增长率(%)	其他
感冒灵颗粒	29 亿+	37.07	OTC 甲类
连花清瘟胶囊	26 亿+	163.02	医保甲类、OTC 甲类
小柴胡颗粒	11 亿+	68.58	医保甲类、OTC 甲类
复方感冒灵颗粒	9 亿+	29.19	医保乙类、OTC 甲类（双跨）
双黄连口服液	8 亿+	35.18	医保甲类、OTC 甲类（双跨）
抗病毒口服液	7 亿+	31.20	医保乙类、OTC 乙类（双跨）
感冒清热颗粒	5 亿+	49.08	医保甲类、OTC 甲类
连花清瘟颗粒	5 亿+	193.32	医保甲类
夏桑菊颗粒	4 亿+	16.11	OTC 乙类（双跨）
风寒感冒颗粒	3 亿+	42.37	OTC 甲类（双跨）
桑菊感冒颗粒	2 亿+	3.65	医保乙类、OTC 乙类（双跨）
四季抗病毒合剂	2 亿+	80.66	医保乙类
四季感冒片	2 亿+	23.48	OTC 乙类
抗病毒颗粒	2 亿+	27.98	医保乙类、OTC 甲类（双跨）
金莲清热颗粒	1 亿+	116.13	医保乙类、OTC 甲类
伤风停胶囊	1 亿+	43.41	OTC 甲类
维 C 银翘片	1 亿+	35.90	医保乙类、OTC 甲类
感冒灵胶囊	1 亿+	-3.62	OTC 甲类
荆防颗粒	1 亿+	242.21	医保乙类、OTC 甲类（双跨）
感通片	1 亿+	46.71	OTC 甲类

资料来源：米内网，中银证券

1.4 品牌 OTC 企业稳健前行，高分红和股权激励计划强化信心

1.4.1 品牌 OTC 企业营收增长趋势分化

我们选取了部分中药 OTC 企业为例，超过 1/3 的公司在 2023 年的营业收入和扣非归母净利润增速相较于 2022 年有所放缓，主要是因为疫情影响逐渐褪去，市场逐渐回归常态，特别是以岭药业等企业受此影响尤为明显。此外，2024Q1 企业营业收入和扣非归母净利润的增速多数出现不同程度的下滑，归因于 2023 年一季度流感导致的感冒药需求旺盛产生高基数影响。随着高基数影响的逐渐消除，中药市场将逐渐回归正常增长轨道。随着消费者对疾病预防意识的日益加强和健康观念的深化，以及消费升级趋势的推动，我们预计整体中药 OTC 行业需求将呈现平稳增长趋势。

然而，在整体市场趋势中，也不乏一些具备强大品牌影响力和渠道能力的企业，如片仔癀、东阿阿胶和同仁堂等，通过深厚的市场基础和规模优势，在 2022-2024Q1 期间，持续实现了营业收入和扣非归母净利润的正向增长。

图表 8. 部分中药 OTC 企业经营能力概览（截至 2024 年 7 月 10 日）

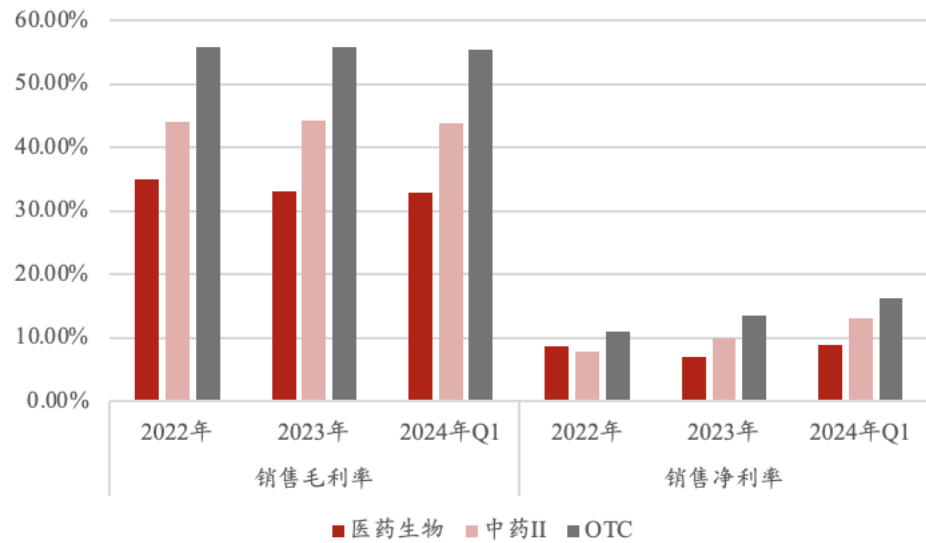
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	2022年收入增速 (%)	2023年收入增速 (%)	2024年Q1收入增速 (%)	收入增速环比 (pct)	2022年扣非归母净利润增速 (%)	2023年扣非归母净利润增速 (%)	2024年Q1扣非归母净利润增速 (%)	扣非增速环比 (pct)
600436.SH	片仔癀	1228.96	8.38	15.69	20.58	9.31	2.89	15.26	28.23	12.36
000538.SZ	云南白药	910.33	0.31	7.19	2.49	-8.87	-3.23	16.45	20.51	19.68
000999.SZ	华润三九	528.12	16.31	36.83	14.82	-20.53	19.75	22.18	17.38	2.42
600085.SH	同仁堂	498.94	5.27	16.19	2.42	-10.92	15.67	18.32	9.98	2.65
600332.SH	白云山	449.48	2.57	6.68	6.09	-1.11	0.39	9.53	0.33	9.14
000423.SZ	东阿阿胶	371.96	5.01	16.66	35.95	15.65	98.60	54.70	54.80	-43.90
600566.SH	济川药业	294.61	17.90	7.32	0.60	-10.58	30.30	32.72	19.83	2.42
600518.SH	康美药业	281.44	0.67	16.60	5.01	-15.93	81.07	50.08	-34.22	-30.99
002603.SZ	以岭药业	249.77	23.88	-17.67	-35.89	-41.55	83.68	-45.58	-75.18	-129.26
600535.SH	天士力	188.69	8.06	0.42	-1.73	-7.64	18.57	60.11	5.22	41.54
600329.SH	达仁堂	186.78	19.42	-0.33	-3.19	-19.75	3.94	23.80	-4.84	19.86
603858.SH	步长制药	161.37	-5.15	-11.41	-24.88	-35.26	-250.60	118.21	-73.25	-368.81
600129.SH	太极集团	155.48	15.65	10.58	-4.96	-5.06	152.59	111.35	-8.46	-41.25
000623.SZ	吉林敖东	153.55	24.50	20.25	9.35	4.25	-17.36	-15.63	-37.51	1.73
600750.SH	江中药业	142.18	32.63	13.00	-8.74	-19.63	19.42	38.97	17.54	19.55
002737.SZ	葵花药业	141.21	14.20	11.89	-14.01	-2.31	32.20	24.77	-39.18	-7.42
600285.SH	羚锐制药	136.34	11.45	10.31	15.27	4.13	15.28	30.61	31.55	15.33
600422.SH	昆药集团	127.88	0.35	-6.99	-3.01	-7.34	-10.17	33.45	9.12	43.63
600572.SH	康恩贝	113.85	-8.64	12.21	-14.38	-20.85	205.39	14.60	-23.57	-190.80
600993.SH	马应龙	111.08	4.35	-11.20	14.70	15.55	6.95	-23.61	35.67	-30.56
603567.SH	珍宝岛	100.49	2.12	-25.53	-27.09	-27.65	-453.95	88.64	18.24	-542.59
002287.SZ	奇正藏药	99.73	15.49	0.02	23.37	15.48	27.57	-15.94	77.42	-43.51
300181.SZ	佐力药业	99.32	23.86	7.61	35.75	16.26	52.94	41.14	50.01	-11.80
002317.SZ	众生药业	94.47	10.17	-2.45	-14.15	-2.62	0.27	1.45	-43.58	1.18
300026.SZ	红日药业	92.23	-13.30	-8.14	-11.80	-3.17	-15.85	-34.20	-65.46	-18.35
600557.SH	康缘药业	89.83	19.25	11.88	0.48	-7.37	30.87	26.47	0.21	-4.40
600771.SH	广誉远	87.62	3.44	13.56	-11.13	-10.12	-17.42	134.75	399.38	152.17
000650.SZ	仁和药业	79.80	4.41	-2.35	-8.72	-5.76	-18.14	-11.44	-42.28	6.70
600252.SH	中恒集团	74.55	-14.17	14.10	20.34	28.28	-92.99	321.59	1462.28	414.58
002275.SZ	桂林三金	72.21	12.55	10.81	-4.13	-1.74	27.85	-32.59	-40.90	-60.44

资料来源: iFinD, 中银证券

1.4.2 企业毛利率逐年攀升，自主定价权助力盈利提升

我们根据首批中国 OTC 品牌集群入选企业名单选取了 12 家中药板块的 OTC 企业，OTC 板块在销售毛利率和净利率方面表现出明显优势。与整体医药生物板块和中药板块相比，OTC 板块的毛利率和净利率水平明显更高，且呈现出逐年递增的趋势。中药 OTC 板块作为高毛利率和高净利率产品的代表，其独特的定价策略及较高的自主定价权，为企业带来更好的盈利能力和市场竞争力。

图表 9. 医药生物、中药、中药 OTC 板块销售毛利率和净利率



资料来源: iFinD, 中银证券

1.4.3 企业高分红彰显整体防御价值，股权激励提振市场信心

2023 年中药板块 73 家企业中 22 家企业选择向股东进行分红，凸显中药板块整体的高防御价值。其中，这些企业的年度分红比例中位数高达 64.13%，平均数为 60.68%，展现中药 OTC 行业的稳健性和盈利能力。值得注意的是，在这 22 家企业中，有 7 家公司的分红比例超过 90%，分别为大唐药业、沃华医药、特一药业、ST 九芝、恩威医药、新光药业和云南白药。高分红比例不仅彰显了中药企业的坚实财务基础和稳健经营策略，更是企业对自身盈利能力和未来发展前景的信心。我们认为，这会促使企业不断优化内部管理，提升经营效率，推动中药行业持续健康发展。

图表 10. 2023 年中药 OTC 企业分红情况

证券代码	证券名称	2023 年分红标志	2023 年度分红比例(%)
836433.BJ	大唐药业	是	261.14
002107.SZ	沃华医药	是	245.55
002728.SZ	特一药业	是	129.66
000989.SZ	ST 九芝	是	115.12
301331.SZ	恩威医药	是	101.19
300519.SZ	新光药业	是	99.45
000538.SZ	云南白药	是	90.53
600572.SH	康恩贝	是	85.15
002275.SZ	桂林三金	是	83.68
300181.SZ	佐力药业	是	82.42
002317.SZ	众生药业	是	64.40
002907.SZ	华森制药	是	63.85
600351.SH	亚宝药业	是	54.11
002566.SZ	益盛药业	是	52.40
301111.SZ	粤万年青	是	47.76
600535.SH	天士力	是	46.03
600557.SH	康缘药业	是	40.25
002390.SZ	信邦制药	是	39.83
600976.SH	健民集团	是	35.30
002864.SZ	盘龙药业	是	21.17
300026.SZ	红日药业	是	17.79
300878.SZ	维康药业	是	(441.78)
中位数			64.13
平均数			60.68

资料来源: iFinD, 中银证券

在积极推行员工持股计划等激励措施的背景下，多家具有国资背景的中药企业通过此类计划成功实现了员工激励与企业共同成长的双赢局面。我们搜集了部分国资背景中药企业的股权激励情况，其中，华润三九、江中药业和康恩贝均成功完成了首期业绩考核目标。此外，江中药业在已有成果的基础上推出了新的股权激励方案，东阿阿胶首次推出股权激励方案，充分彰显企业对未来发展的坚定信心。股权激励计划的实施，不仅是对员工辛勤付出的认可，更是对业绩增长和质量管控的积极投资。通过股权激励，中药企业能够有效吸引和留住优秀人才，推动企业持续健康发展，有助于优化企业治理结构，提升企业的管理水平和市场竞争力。因此，我们认为股权激励将在中药企业中发挥更加重要的作用。

图表 11. 部分国资背景中药企业的股权激励指标

公司名称	股权激励区间	业绩考核标准	业绩考核情况
华润三九	2022-2024 年	2022 年归母扣非净资产收益率不低于 10.15%，且不低于对标企业 75 分位水平；以 2020 年为基准，2022 年归母扣非净利润年复合增长率不低于 10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；2022 年总资产周转率不低于 0.69。 2023 年归母扣非净资产收益率不低于 10.16%，且不低于对标企业 75 分位水平；以 2020 年为基准，2023 年归母扣非净利润年复合增长率不低于 10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；2023 年总资产周转率不低于 0.70。 2024 年归母扣非净资产收益率不低于 10.17% 且不低于对标企业 75 分位水平；以 2020 年为基准，2024 年归母扣非净利润年复合增长率不低于 10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；2024 年总资产周转率不低于 0.72。	2022 年归母扣非净资产收益率为 13.74% 且不低于对标企业 75 分位水平 (11.09%)；以 2020 年为基准，公司 2022 年归母扣非净利润年复合增长率为 28.93%，且不低于同行业平均水平 (4.41%)，不低于对标企业 75 分位 (20.27%)；公司 2022 年总资产周转率 69.99%，不低于 0.69。满足第一个解除限售条件。
	2022-2024 年	2022 年投入资本回报率应不低于 12.74%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；较 2020 年，2022 年归母净利润年复合增长率应不低于 6%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；2022 年研发投入强度应不低于 2.96%。 2023 年投入资本回报率应不低于 12.75%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；较 2020 年，2023 年归母净利润年复合增长率应不低于 6%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；2023 年研发投入强度应不低于 2.98%。 2024 年投入资本回报率应不低于 12.76%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；较 2020 年，2024 年归母净利润年复合增长率应不低于 6%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；2024 年研发投入强度应不低于 3.00%。	公司 2022 年投入资本 回报率为 15.09% 且不低于对标企业 75 分位水平 (12.20%)、不低于同行业平均值 (4.32%)；以公司 2020 年归母净利润 473,739,388.42 元为基数，公司 2022 年归母净利润为 596,058,708.67 元，年复合增长率为 12.17%，且不低于同行业平均值 (0.38%)。公司 2022 年研发投入强度为 3.89%。满足第一个解除限售条件。
江中药业	2024-2026 年	2024 年投入资本回报率应不低于 13.60%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；以 2022 年归母净利润为基数，2024 年归母净利润年复合增长率应不低于 9.0%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；2024 年研发投入强度应不低于 3.90%。 2025 年投入资本回报率应不低于 13.60%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；以 2022 年归母净利润为基数，2025 年归母净利润年复合增长率应不低于 9.0%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；2025 年研发投入强度应不低于 3.91%。 2026 年投入资本回报率应不低于 13.60%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；以 2022 年归母净利润为基数，2026 年归母净利润年复合增长率应不低于 9.0%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；2026 年研发投入强度应不低于 3.92%。	

资料来源：各公司公告，中银证券

续 图表 11. 部分国资背景中药企业的股权激励指标

公司名称	股权激励区间	业绩考核标准	业绩考核情况
康恩贝	2022-2024 年	<p>以 2021 年度为基数，公司 2022 年度净利润增长率不低于 200%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值；2022 年度加权平均净资产收益率不低于 6.5%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值；2022 年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例不低于 4.5%；2022 年度净利润现金含量不低于 105%。</p> <p>以 2021 年度为基数，公司 2023 年度净利润增长率不低于 240%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值；2023 年度加权平均净资产收益率不低于 7%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值；2023 年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例不低于 5%；2023 年度净利润现金含量不低于 105%。</p> <p>以 2021 年度为基数，公司 2024 年度净利润增长率不低于 280%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值；2024 年度加权平均净资产收益率不低于 7.5%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值；2024 年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例不低于 5.5%；2024 年度净利润现金含量不低于 105%。</p>	满足第一个行权期业绩考核目标
东阿阿胶	2024-2026 年	<p>2024 年净资产收益率不低于 10.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；以 2022 年基准，2024 年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2024 年营业利润率不低于 23.00%。</p> <p>2025 年净资产收益率不低于 10.50%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；以 2022 年基准，2025 年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2025 年营业利润率不低于 23.50%。</p> <p>2026 年净资产收益率不低于 11.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；以 2022 年基准，2026 年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2026 年营业利润率不低于 24.00%。</p>	

资料来源：各公司公告，中银证券

2 政策助力，需求蓬勃，中药 OTC 行业迎春风

2.1 政策红利加持，推动中药行业蓬勃发展

国家高度重视中医药行业发展，已将中药产业提升为国家战略的核心要素。从“十一五”规划到“十四五”中药发展规划，政府出台的一系列政策，从产业链的上游到下游，均展现出了前所未有的连贯性和支持力度。

在产业链的上游，政策强调了对中药材源头的严格把控，坚守底线，注重中药材质量管理等；在中游方面，政策关注中成药集采和发展并举以及中药工程的发展，重点扶持中药配方颗粒和中药创新药；在下游方面，政策致力于推进传承创新体制机制建设，加强中医科室建设和人才培养，推动中药文化传播，并通过医保支持倾斜政策来增强整个行业的信心。

图表 12. 部分国家层面主要中药行业政策及公告情况

政策或公告	颁布主体	时间	内容
《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院办公厅	2021/1/22	夯实中医药人才基础；提高中药产业发展活力；增强中医药发展动力；完善中西医结合制度；实施中医药发展重大工程；提高中医药发展效益；营造中医药发展良好环境。
《国家中医药管理局关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医疗保障局、国家中医药管理局	2021/12/14	充分认识医保支持中医药传承创新发展的重要意义；将符合条件的中医医疗机构纳入医保定点；加强中医药服务价格管理；将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围；完善适合中医药特点的支付政策；强化医保基金监管。
《“十四五”中医药发展规划》	国务院办公厅	2022/3/3	到 2025 年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。
《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流指导原则（试行）》	国家药监局药审中心	2022/4/29	推出基于“中医理论-人用经验-临床试验”三结合证据体系的中药特色审评审批标准。
《“十四五”中医药文化弘扬工程实施方案》	国家中医药局、中央宣传部等八部	2023/4/19	加强中医药文化时代阐释，实施中医药文化精品图书支持计划；加强中医药典籍保护传承，编纂出版《中华医藏》；推动中医药博物馆事业发展，建成国家中医药数字博物馆。
《国家药品监督管理局关于印发〈古代经典名方目录（第二批）〉的通知》	国家中医药管理局、国家药品监督管理局	2023/9/1	推进来源于古代经典名方的中药复方制剂研发和简化注册审批，国家中医药管理局会同国家药品监督管理局制定《古代经典名方目录（第二批）》，包括汉族医药、藏医药、蒙医药、维医药、傣医药。
《国家药监局药审中心关于发布〈关于加快古代经典名方中药复方制剂沟通交流和申报的有关措施〉的公告》	国家药品监督管理局药审中心	2023/11/22	根据中药 3.1 类的特点、沟通交流制度和中药注册分类和申报资料要求的相关规定，国家药监局药审中心提出以下意见：加强研发关键节点的沟通交流；实行申报资料阶段性递交，加快技术审评。

资料来源：国务院办公厅，国家医保局，国家药监局，新华社，国家中医药管理局，中银证券

各地方也积极响应国家号召，出台一系列配套政策。例如，安徽省人民政府办公厅发布的《安徽省促进中医药振兴发展行动计划》，旨在构建全面覆盖的中医药服务体系，培育 30 个以上产值过亿元的中药大品种和 10 家以上规模过 10 亿元的企业，以提升整个中药产业的竞争力。安徽省政府办公厅印发的《安徽省促进中医药振兴发展行动计划（2022—2024）》则致力于构建覆盖全民全生命周期的中医药服务体系，打造多个产值过亿元的中药大品种，力争产业规模进入全国第一方阵。综上所述，地方政府的政策措施不仅为中医药行业的长期发展提供坚实的制度保障，为企业提供了良好的生产经营环境，从而有力推动了中医药行业的持续发展。

图表 13. 各地方主要中药行业政策及公告情况

地方	政策或公告	时间	内容
江苏	《江苏省“十四五”制造业高质量发展规划》	2021/8/16	充分发挥现代中药在疾病预防、治疗和康复中的独特优势，围绕心脑血管疾病、代谢性疾病、神经退行性疾病、传染性疾病以及妇科、儿科等中医优势病种，开展创新中药研发和名优中成药大品种二次开发，重点研发融合大数据、人工智能等新技术的中医特色装备，应用信息技术建立可溯源的中药种植、生产、流通全过程质量控制体系，提升中药智能制造技术水平，推动中药配方颗粒、传统中药饮片规范化生产，加快推进中药产业标准化、国际化步伐。
浙江	《浙江省经济和信息化厅等十部门关于印发〈推动浙江省中药产业传承创新发展行动方案（2022-2024年）〉的通知》	2022/12/12	重点布局中药材、中成药和中药衍生产品及服务。构建现代中药产业体系；加快推进产业协同融合发展；构筑中药产业科技创新体系。
安徽	《安徽省促进中医药振兴发展行动计划（2022—2024年）》	2022/4/14	力争通过3年左右的努力，全省基本建成网络健全、功能完善、特色明显、治理高效、覆盖全民全生命周期的中医药服务体系，培育一批在全国具有重要影响力的中医名院、名医、名科，中药名企、名药，打造30个以上产值过亿元的中药大品种、10家以上规模过10亿元的企业，全省中药产业和中医药健康服务全产业链总产值达到4000亿元，产业规模和竞争力进入全国第一方阵。
广东	《广东省建设国家中医药综合改革示范区实施方案》	2022/6/14	打造“五大高地”，推动广东中医药走在全国前列；健全“四个机制”，增强中医药发展活力动力。
天津	《天津市中医药强市行动计划（2023—2025年）》	2023/10/21	完善中医医疗卫生服务体系；提升中医药服务能力；提升中医药应急救治能力；强化中医药人才培养；推进中医药传承创新平台建设；促进中医药产业高质量发展。
	《天津市推动中医药产业高质量发展提升行动方案》	2023/12/12	推动京津冀中医药产业协同发展；推动中医药产品技术创新；启动实施中药大品种二次开发2.0版；加强中医药标准化建设等

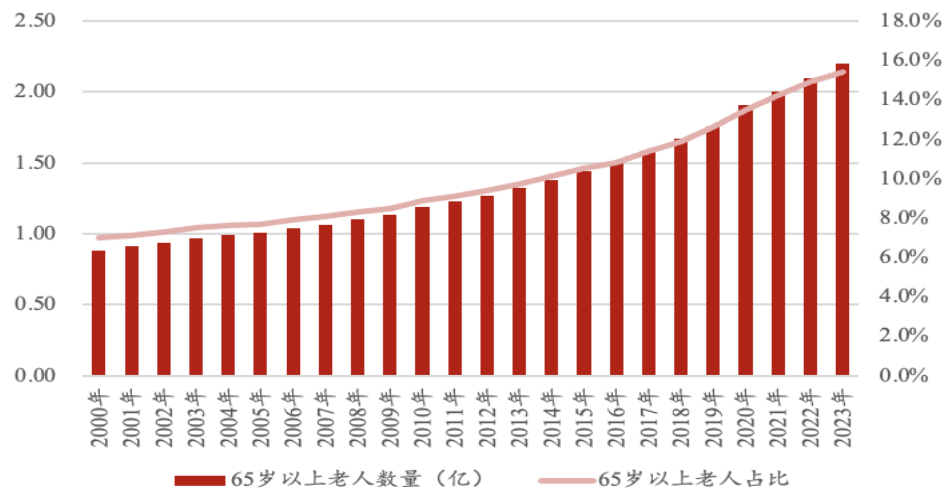
资料来源：江苏省人民政府办公厅，浙江省经信厅，安徽省政府办公厅，广东省人民政府办公厅，天津市人民政府，中银证券

2.2 终端需求旺盛，健康产业步入新增长期

2.2.1 银发经济崛起，慢性病管理新机遇

中国的人口老龄化趋势显著，已跃升至全球中上水平。在2000年至2023年的长期观察期内，中国65岁及以上的老年人口数量经历显著增长，从0.88亿增长到2.20亿，其占总人口的比重也由7.0%大幅上升至15.4%。联合国统计数据显示，尽管中国2020年在全球65岁及以上人口占比中排名第63位，但其比例依然高于全球9.3%的平均水平。根据国家卫生健康委员会的测算，“十四五”期间（2021-2025年），中国60岁及以上老年人口将突破3亿，其占比将超过20%，标志着中国正式迈入中度老龄化阶段；至2035年左右，老龄化程度会更为严峻，60岁及以上老年人口将超过4亿，占比将超过30%，届时中国将进入重度老龄化阶段。因此，未来三十年中国将经历老龄化快速深化的关键时期。

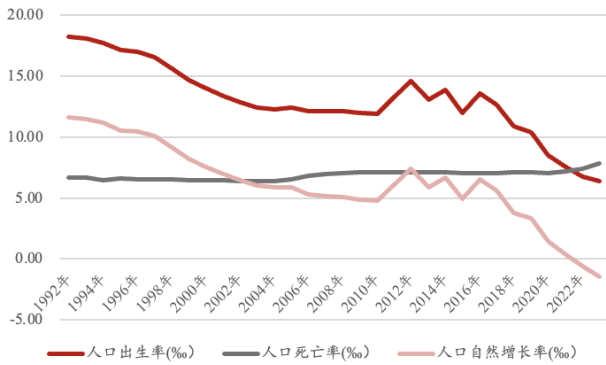
图表 14. 2000-2023 年中国 65 岁以上老龄人口数量及占比



资料来源：国家统计局，卫生健康委，华盛通，中银证券

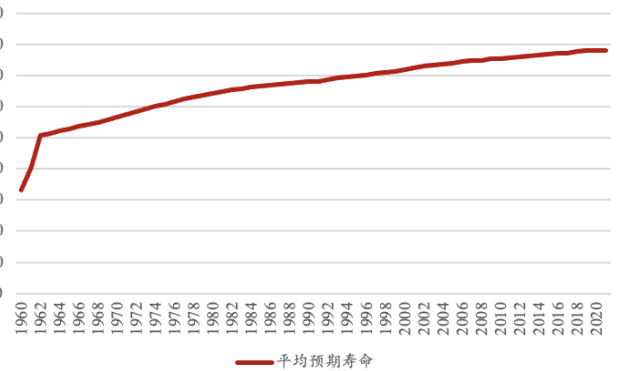
少子化和长寿化两大趋势正在加速中国的人口老龄化。少子化现象主要表现为出生人口持续走低，这主要归因于育龄妇女数量的减少和总和生育率的下降。我们预计这一方面趋势将在城市化加速、教育水平提升以及单身不婚现象增多等多重因素的共同作用下进一步加剧。长寿化趋势则体现在中国平均预期寿命的显著提升。2021年，中国平均预期寿命已达到约78岁，且未来仍有增长潜力。自1960年至2020年，中国平均预期寿命从33岁大幅增长至约78岁。联合国人口预测方案显示，全球人口平均预期寿命在未来几十年内将持续增长，预计到2100年将达到81.8岁。

图表 15. 我国近三十年人口出生率、死亡率与自然增长率



资料来源：国家统计局，国家发展和改革委员会，中银证券

图表 16. 中国 1960-2021 年平均预期寿命

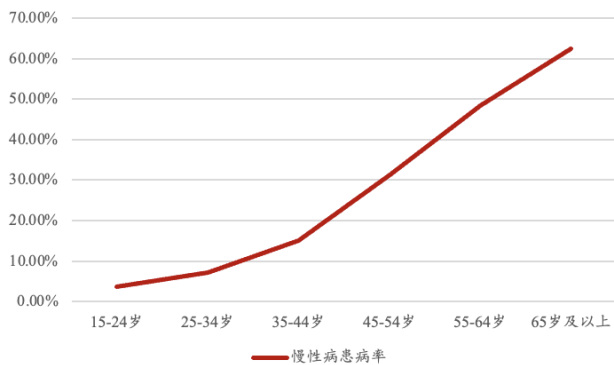


资料来源：世界银行，中银证券

随着老年人口基数的持续扩大，银发经济呈现出蓬勃发展的态势。银发经济，即专注于满足老年群体需求，提供定制化产品和服务的新兴产业领域，正逐渐成为经济增长的新动力。据央视网数据，我国当前银发经济规模已达到约7万亿元，占国内生产总值比重约6%。展望未来，随着老龄化趋势的加剧，央视网预计到2035年，银发经济将迎来迅速增长，规模有望达到30万亿元左右，彰显出其广阔的市场潜力和发展前景。

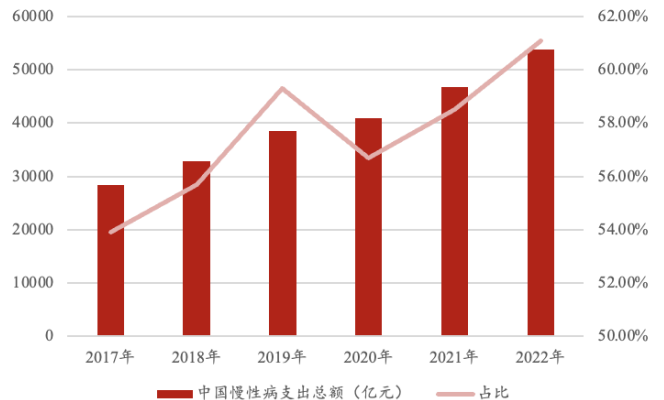
庞大的老年群体不仅是银发经济的主要消费者，同时也是慢性病的主要患者。2023年老年消费市场中，医疗保健作为第三大消费领域，其占比高达36.3%，仅次于生活用品及服务的66.1%和食品烟酒的44.4%，凸显出老年群体对医疗保健服务的强烈需求。根据国家卫生健康委员会的统计数据，截至2019年7月，我国超过1.8亿老年人口遭受慢性疾病的困扰。此外，根据中国卫生健康统计年鉴数据，2018年我国65岁及以上人群慢性病患病率高达62.33%。根据中商情报网数据，中国慢性病市场规模从2017年的28,369亿元增长至2021年的46,788亿元，我们预计未来会随着老龄化加速而持续增长。

图表 17. 2018 年我国不同年龄人群慢性病患病率



资料来源：国家卫生健康委员会《2022年卫生健康统计年鉴》，中银证券

图表 18. 2017-2022 年中国慢性病市场规模及预测



资料来源：中商情报网，中银证券

在慢性病防治中，中医药以其辨证施治和强调整体观念等特点，展现出独特的优势。未来，随着老龄化程度的进一步加深，慢性病防治和管理将成为银发经济中不可忽视的重要领域，中医药有望在慢性病防治体系中发挥重要作用。

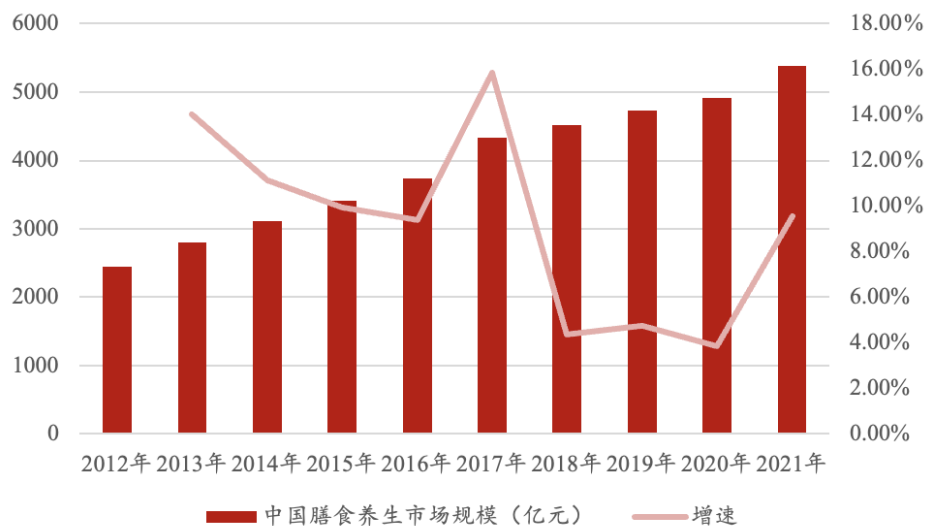
2.2.2 健康意识觉醒，大健康领域销售额迅速增长

随着疫情后健康观念的深刻变革，公众对自身健康的关注度直线上升。据灵动核心发布的《2017-2022年中国健康养生行业市场发展现状及投资前景预测报告》分析，我国健康养生市场规模已跃升至万亿元级别，其中18-35岁的年轻人群成为主力军，占据市场高达83.7%的份额。城市常住居民每年在健康养生上的投入平均超千元，体现了对健康投资的日益重视。

根据中国青年报社会调查中心联合问卷网数据显示，2008名受访者中，高达86.6%的受访者自觉健康意识增强，且31.2%的受访者特别关注养生以预防疾病，健康养生理念深入人心。

在“健康中国”战略的引领下，中医药健康产业特别是药食同源领域，迎来了快速发展期的黄金期。药食同源产业规模以两位数的年增长率迅速扩张，同时催生出“康养游”等新兴产业形态，持续拓展其产业边界，成为推动大健康产业和区域经济增长的重要引擎。人参文旅作为长白山地区的特色产业融合，已然成为区域经济增长的亮眼名片。此外，卫健委2019年末公告拟对党参等9种药食同源物质开展全国范围内的试点实施，此项政策预示着未来会有更多中药材纳入药食同源目录，为产业发展注入新活力。

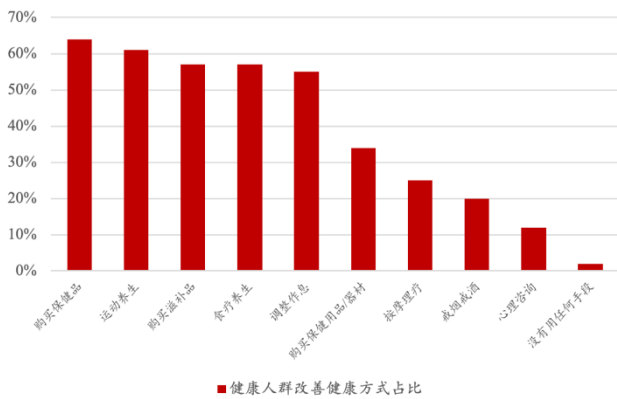
图表 19. 2012-2021 年中国膳食养生市场规模



资料来源：京东健康《2022 营养健康趋势白皮书》，中银证券

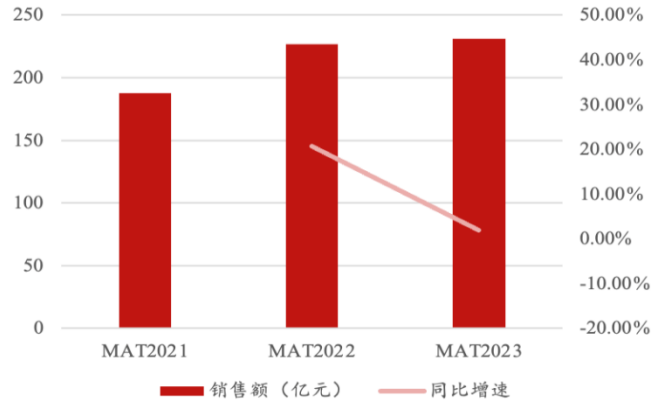
同时，传统滋补类营养品在当前市场中受到市场青睐。根据 Euromonitor 数据库统计，2021 年包含药食同源产品的保健食品市场规模达到 2,167.65 亿元，同比增长 7.39%。在电商平台如淘宝和天猫上，药食同源产品的销售额也呈现出强劲的增长势头。在 MAT2022 (2021.3-2022.2) 和 MAT2023 (2022.3-2023.2) 期间内，淘宝天猫药食同源市场销售额分别为 226.6 亿元和 230.8 亿元，市场规模分别同比增长 20.72% 和 1.85%。尽管在 2022 年底因疫情导致的消费下滑使得销售额增速有所收窄，但随后市场迅速恢复，在 2023 年 2 月销售额同比已恢复至 3.4%，展现出较强的恢复力和增长潜力。

图表 20. 2022 年健康人群改善健康的方式



资料来源：京东健康《2022 营养健康趋势白皮书》，中银证券

图表 21. 淘宝天猫药食同源类滚动年销售额和同比增速



资料来源：魔镜市场情报《药食同源市场趋势与机会分析》，中银证券

图表 22. 药食同源市场各添加成分销售额分析

成分名称	MAT2023 销售额 (亿元)	增长率	销售额占比
人参	52.40	-11.90%	22.70%
枸杞	22.00	5.00%	9.50%
蜂蜜	19.50	-39.50%	8.50%
阿胶	17.90	2.40%	7.80%
黑芝麻	15.20	-38.30%	6.60%
灵芝	12.70	6.90%	5.50%
西洋参	10.70	-13.90%	4.60%
菊花	9.10	12.60%	3.90%
枣	8.40	40.30%	3.60%
决明子	7.50	13.20%	3.30%
茯苓	7.10	64.40%	3.10%
蒲公英	5.90	-0.50%	2.60%
黄精	5.80	-20.60%	2.50%
青果	5.70	-53.50%	2.50%
铁皮石斛	5.30	-17.10%	2.30%
金银花	5.00	-1.60%	2.20%
桑叶	4.20	-24.30%	1.80%
桔红	4.20	-4.80%	1.80%
葛根	4.20	14.90%	1.80%
山药	3.90	47.10%	1.70%

资料来源：健康界，中银证券

值得注意的是，“国潮”和“新中式养生”概念的兴起，正促使中药销售突破中老年客群的限制，吸引了越来越多年轻消费者的关注。而“中药养生奶茶”及“中药房配酸梅汤”等新型养生方式亦备受市场追捧。中康 CMH-小票数据显示，零售药店中 17-35 岁年龄段的中药新会员占比逐年上升，从 2019 年 9 月的 21% 增长至 2023 年 9 月的 28%，彰显出中药在年轻群体的渗透率的持续提升。由此可见，养生日常化和轻养生已成为年轻人群的重要需求。

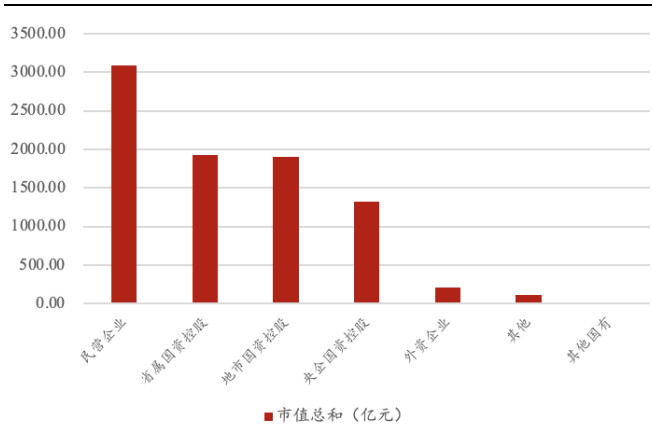
3 改革驱动，拓宽布局，中药 OTC 企业获机遇

3.1 国企改革助力中药企业，销售策略变革引领线上线下双重增长

3.1.1 中药企业顺应国企改革浪潮，业绩有望持续兑现

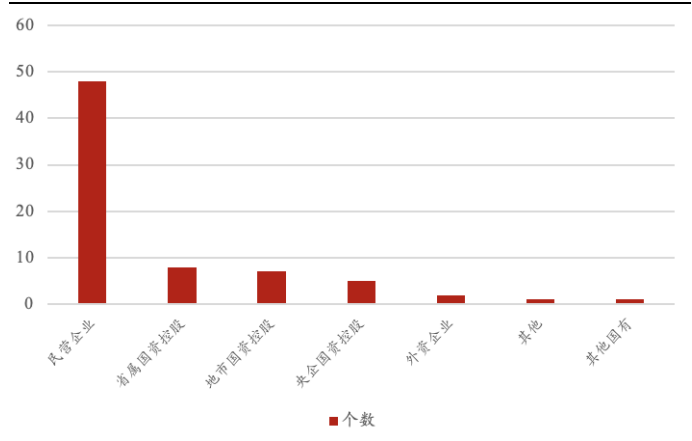
国有企业是中药行业的重要组成部分。根据申万中药行业分类，共有 72 家上市中药公司，截至 2024 年 7 月 10 日，其中国有企业 21 家，占比 29.17%；总市值 5,264.03 亿元，占比 61.41%。其具体分为：省属国资控股 8 家，总市值 1,928.46 亿元；地市国资控股 7 家，总市值 1,898.87 亿元；央企国资控股 5 家，总市值 1,325.62 亿元；其他国有 1 家，总市值 12.00 亿元。

图表 23. 中药行业不同公司性质的总市值(截至 2024 年 7 月 10 日)



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 24. 中药行业公司性质(截至 2024 年 7 月 10 日)



资料来源: iFinD, 中银证券

国资入股步伐加快，激发中药企业活力。随着 2020 年 9 月国企改革三年行动的正式启动，改革步伐逐渐加快并深入，改革路径和目标也愈发清晰。在中药行业中，一些央企资本和地方国资就开始陆续入主传统的中药民营企业，如昆药集团、太极集团相继完成实际控制人变更，变为国资委直属企业，广誉远、康恩贝则由民营企业收归国有。国有资本注入中药企业不仅有助于中药企业获得政策和资金上的支持，还能够推动其在创新发展、治理结构优化等方面取得更加显著的成效。因此我们认为新一轮的国企改革对中药行业来说或许是新的发展机会。

图表 25. 部分中药企业国资入股情况

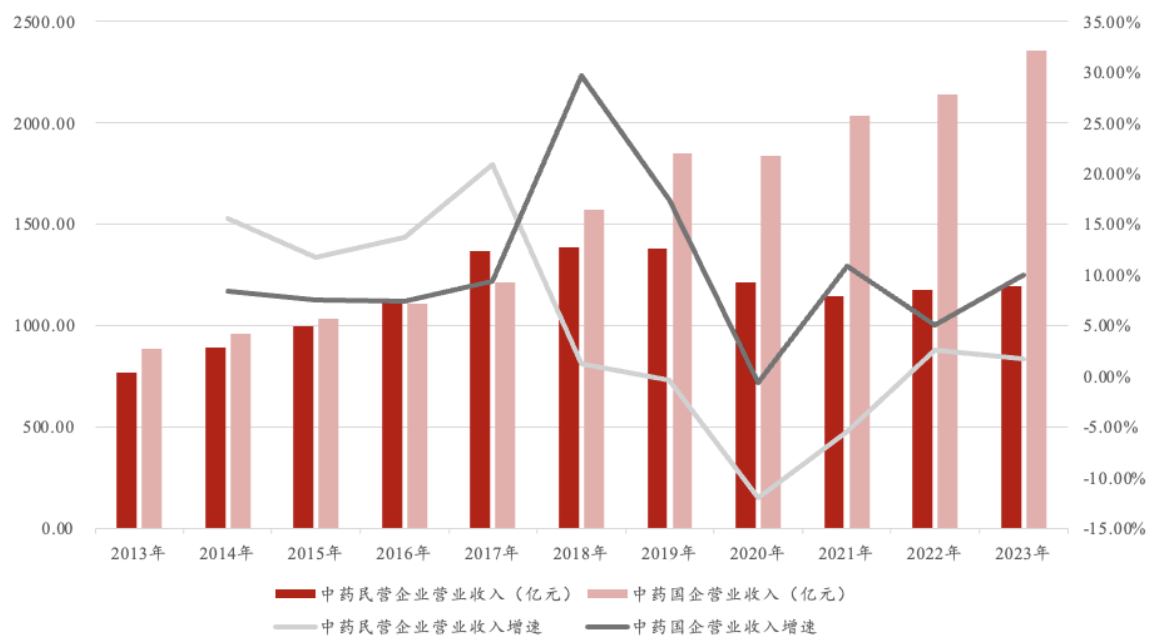
企业名称	时间	详情
太极集团	2020 年	中国中药和涪陵国投共同向太极集团控股股东太极有限增资，增资完成后，太极有限的股权结构由原涪陵区国资委 100% 控股变更为涪陵区国资委持有 15.92%，涪陵国投持股 17.42%，中国中药持股比例为 66.67%，中国中药也将成为太极有限控股股东，并将通过太极有限控制其下属并表子公司（含太极集团）。
康恩贝	2020 年	康恩贝集团拟向浙江省中医药健康产业集团转让所持有的康恩贝 533,464,040 股股份，占公司总股本的 20%。康恩贝控股股东从康恩贝集团变更为浙江省中医药健康产业集团，实际控制人为浙江省国资委。
广誉远	2021 年	广誉远的控股股东东盛集团将其质押给晋创投资有限公司的上市公司 3150.9 万股股份过户抵偿给晋创投资，同时公司控股股东也变为晋创投资，实际控制人变更为山西省国资委。
昆药集团	2022 年	华立医药、华立集团向华润三九转让其合计持有的昆药集团 212,311,616 股股份（占昆药集团已发行股份总数的 28%）。
佛慈制药	2023 年	甘肃国投通过直接和间接方式合计持有佛慈制药总股本的 62.43%。

资料来源: 新京报, 康恩贝公司公告, 证券时报, 昆药集团公司公告, 赛柏蓝, 中银证券

从长期视角看，国有中药企业除 2016 年和 2017 年略有落后外，在营业收入上持续领先于民营中药企业。国有中药企业的营收始终保持稳健的增长态势，而民营企业受疫情影响，营业收入在 2020 年出现大幅下滑后逐渐回暖，但至 2023 年仍未恢复到 2019 年水平。两者之间的营收差距在逐年扩大。收入增速部分，民营企业自疫情爆发后在 2020 年经历了负增长，尽管近三年增速逐渐由负转正，但仍明显低于国企的收入增速。

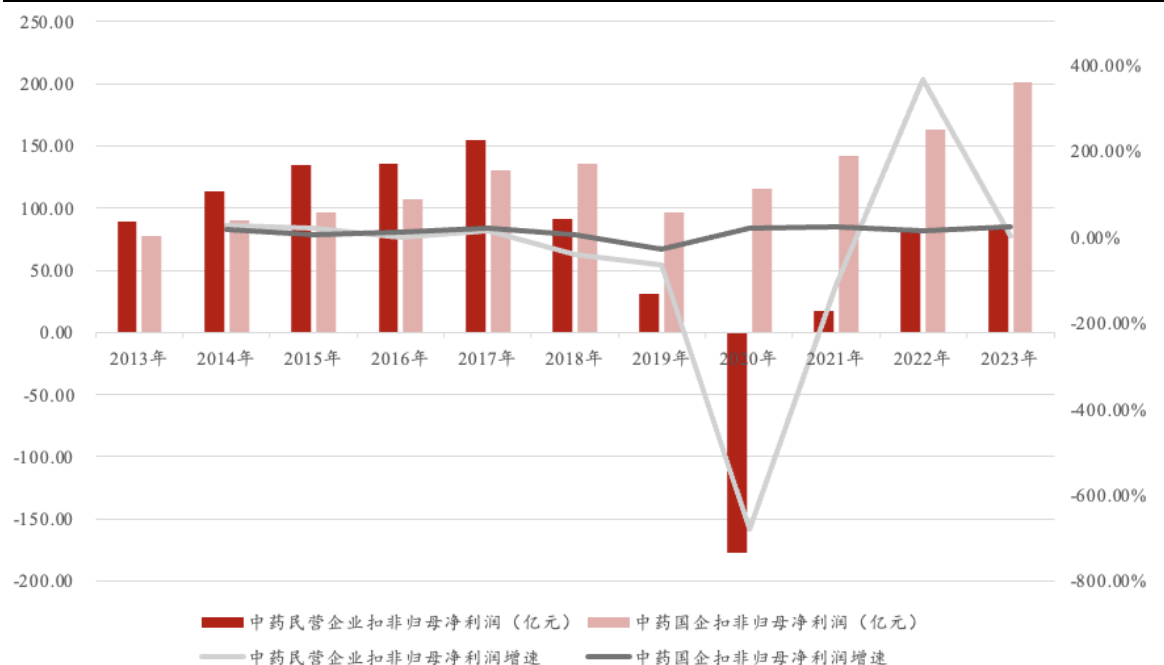
从利润端来看，中药国企的扣非净利润更具稳定性，具有更强的风险抵御能力和疫后恢复能力。民营企业利润在疫情期间具有较大波动性，截至 2023 年仍未恢复到疫情前水平。相较之下，国有企业的利润在 2019-2023 年间始终保持正增长，实现归母净利润的稳步增长。

图表 26. 中药民营企业/国企近十年营业收入



资料来源: iFinD, 中银证券

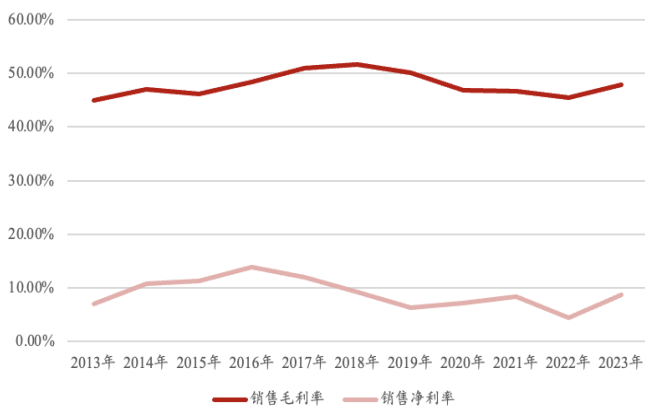
图表 27. 中药民营企业/国企近十年扣非归母净利润



资料来源: iFinD, 中银证券

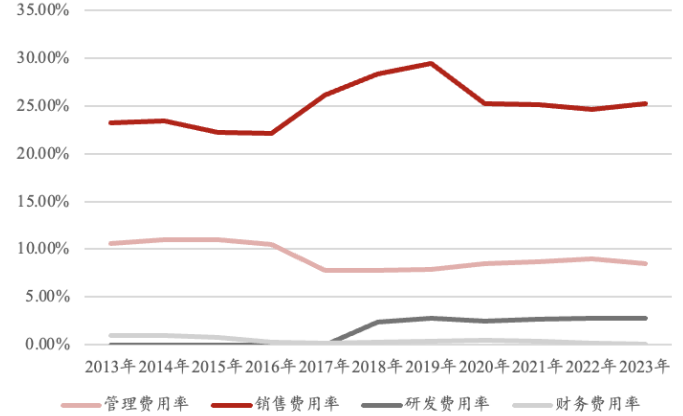
中药国企的经营表现持续稳健，部分归因于其不断提升的经营效率。尽管在疫情期间，其销售毛利率和销售净利率略有下滑，但疫情后已开始有恢复趋势。在费用率方面，受益于国资平台的改革三年行动，中药国企的销售费用率显著降低，同时，管理费用率也得到了有效控制。此外，在公司营运效率提升的同时，中药国企也在研发领域进行了大力投入，研发费用占比逐年攀升。展望未来，中药国企的业绩有望持续向好。

图表 28. 中药国企近十年平均销售毛利率和净利率



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 29. 中药国企近十年平均费用率

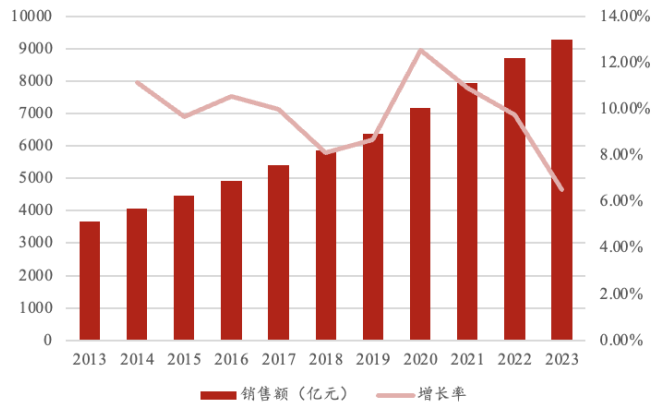


资料来源: iFinD, 中银证券

3.1.2 线上布局与终端下沉并驾齐驱, 行业布局进一步拓宽

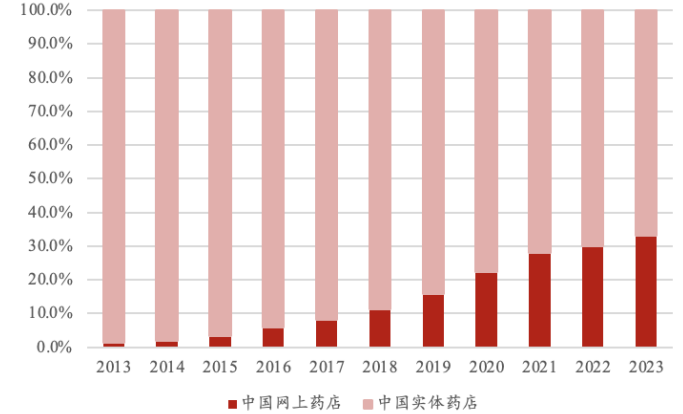
根据米内网数据显示, 2023 年中国实体药店和网上药店的总零售市场规模达到了 9293 亿元, 年增长率达 6.5%。此外, 受疫情冲击及人们购物习惯的转变影响, 网上药店零售规模占比自 2013 年的 1.2% 迅速上升至 2023 年的 33.0%, 市场份额呈现出持续增长趋势, 具备强劲增长动力。由此可见, 电商销售已经发展成为零售行业中不可忽视的重要销售渠道。因此, 为顺应消费者购买行为的变化, 众多中药 OTC 企业加快了在网上药店的布局步伐。

图表 30. 2013-2023 年中国实体药店和网上药店 (药品+非药品) 零售规模



资料来源: 米内网, 中银证券

图表 31. 2013-2023 年中国实体药店和网上药店 (药品+非药品) 零售规模占比



资料来源: 米内网, 中银证券

随着网上药店新业态的崛起, 众多公司纷纷加大线上零售的布局力度, 并积极与各大第三方平台建立战略合作关系。以康恩贝为例, 该公司已与阿里健康、京东、美团及饿了么等业内领先的第三方平台建立深度战略合作关系, 并计划进一步挖掘和探索品牌直营消费者的数字化新零售发展模式。据米内网发布的数据, 2022 年中国网上药店终端的中成药销售市场呈现出一派繁荣景象, 前 16 名的品种均实现销售额过亿的成绩。其中, 片仔癀凭借其超过 6 亿的销售额稳坐榜首, 而阿胶和连花清瘟胶囊分别以超过 4 亿和 3 亿的销售额紧随其后, 位列第二和第三。

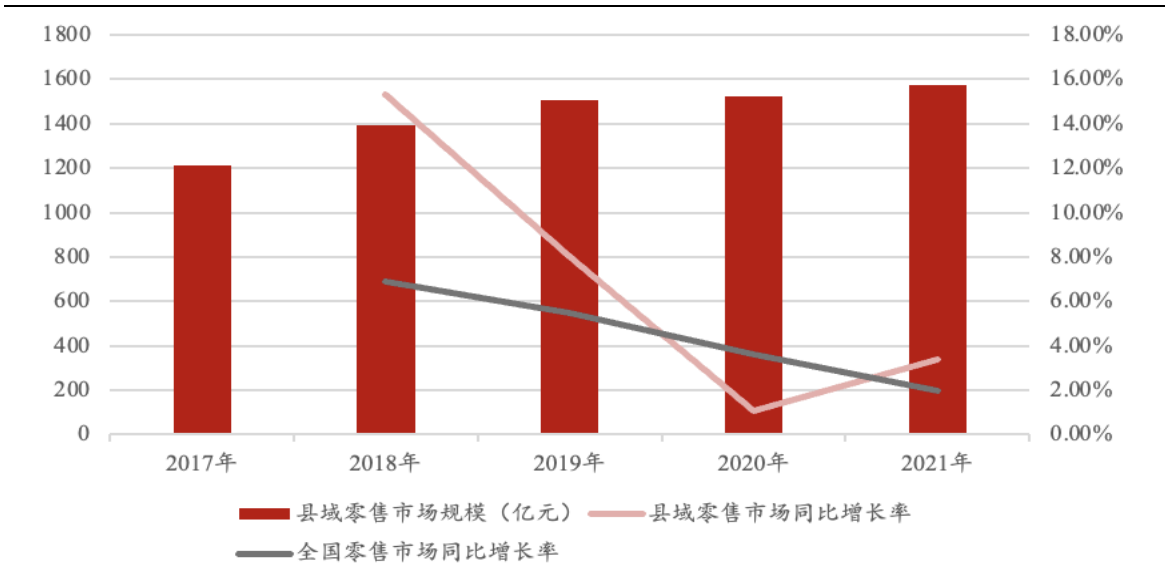
图表 32. 2022 年中国网上药店终端中成药销售 Top20 产品

产品名称	销售额	其他
片仔癀	6 亿+	OTC 甲类（双跨）、独家
阿胶	4 亿+	OTC 乙类（双跨）
连花清瘟胶囊	3 亿+	医保甲类、OTC 甲类、基药、独家
感冒灵颗粒	3 亿+	OTC 甲类
安宫牛黄丸	2 亿+	医保甲类、基药
肾宝片	2 亿+	独家
六味地黄丸（浓缩丸）	2 亿+	医保甲类、OTC 乙类（双跨）、基药（部分规格）
活络油	2 亿+	OTC 乙类
益安宁丸	2 亿+	OTC 甲类（双跨）、独家
复方阿胶浆	1 亿+	医保乙类、OTC 乙类（双跨）、独家
舒筋健腰丸	1 亿+	OTC 甲类（双跨）、独家
龙牡壮骨颗粒	1 亿+	医保乙类、OTC 甲类、独家
安神补脑液	1 亿+	医保乙类、OTC 甲类
五子衍宗丸	1 亿+	OTC 甲类（双跨）
金水宝胶囊	1 亿+	医保乙类、OTC 乙类（双跨）、基药、独家
桂龙药膏	1 亿+	OTC 甲类
京都念慈庵蜜炼川贝枇杷膏	<1 亿	OTC 甲类（双跨）、独家
龟龄集	<1 亿	独家
左归丸	<1 亿	医保乙类、OTC 甲类
补肺丸	<1 亿	OTC 甲类、独家

资料来源：米内网，中银证券

近年来，县域经济的持续发展推动了县域零售市场的明显增长。根据德勤的《医药零售变局，药企致胜之道》报告数据，2018 年，县域占据了全国总人口的 61%，并拥有全国药店总数的 51%，其过去 3 年的复合增长率高达 47%，是城市市场增速的 1.7 倍。县乡村药店的销售额也呈现出稳步增长的态势。中康 CMH 数据显示，县域零售药店市场规模从 2017 年的 1,210 亿元增长到 2021 年的 1,575 亿元，同比增速除 2020 年受疫情影响外，其他年份均高于全国零售市场同比增速。根据药渡数据，2023 年县域零售药店市场规模达 1,793 亿元，近八年增长率达到了 50%。这一增长并非偶然，而是基于县域经济的整体发展和医疗资源下沉的大趋势。

图表 33. 2017-2021 年县域零售药店市场规模



资料来源：中康 CMH，中银证券

为响应健康中国战略，推动优质医疗资源的扩容与均衡布局，各级政府采取了一系列措施。比如，山东省计划强化建设 1000 家卫生院、改造 5 万家卫生室，并开展“万名医护进乡村”活动。同时，国家也规划在“十四五”期间支持建设约 120 个省级区域医疗中心，旨在提升基层医疗服务能力。这些举措直接促进了医疗资源的下沉，使得县域医疗水平得到迅速提升。

图表 34. 医疗资源下沉主要政策及公告情况

政策或公告	颁布主体	时间	内容
《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	国务院办公厅	2017/04/23	2017 年，基本搭建医联体制度框架，全面启动多种形式的医联体建设试点，三级公立医院要全部参与并发挥引领作用，综合医改试点省份每个地市以及分级诊疗试点城市至少建成一个有明显成效的医联体。探索对纵向合作的医联体等分工协作模式实行医保总额付费等多种方式，引导医联体内部初步形成较为科学的分工协作机制和较为顺畅的转诊机制。到 2020 年，在总结试点经验的基础上，全面推进医联体建设，形成较为完善的医联体政策体系。所有二级公立医院和政府办基层医疗卫生机构全部参与医联体。不同级别、不同类别医疗机构间建立目标明确、权责清晰、公平有效的分工协作机制，建立责权一致的引导机制，使医联体成为服务、责任、利益、管理共同体，区域内医疗资源有效共享，基层服务能力进一步提升，有力推动形成基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗模式。
《关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知》	国家卫健委	2019/5/28	通过紧密型医共体建设，进一步完善县域医疗卫生服务体系，提高县域医疗卫生资源配置和使用效率，加快提升基层医疗卫生服务能力，推动构建分级诊疗、合理诊治和有序就医新秩序。到 2020 年底，在 500 个县（含县级市、市辖区，下同）初步建成目标明确、权责清晰、分工协作的新型县域医疗卫生服务体系，逐步形成服务、责任、利益、管理的共同体。
《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	国务院办公厅	2023/3/23	有序就医和诊疗体系建设取得积极成效。到 2035 年，形成与基本实现社会主义现代化相适应，体系完整、分工明确、功能互补、连续协同、运行高效、富有韧性的整合型医疗卫生服务体系，医疗卫生服务公平性、可及性和优质服务供给能力明显增强，促进人民群众健康水平显著提升。
《山东省乡村医疗卫生服务能力提质提效三年行动计划(2024-2026 年)》	山东省卫生健康委员会	2024/03/25	强化县级医院能力建设，拓展提升乡镇卫生院服务辐射能力，全面推进村卫生室“五有三提升”，高标准建设一批中心村卫生室。2026 年年底，山东将建强 1000 家卫生院，改造 5 万家卫生室；加大优质资源下沉力度，组织“万名医护进乡村”活动，每年下沉人员不少于 1 万名。

资料来源：国务院办公厅，国家卫健委，省卫生健康委员会，中银证券

随着基层医疗的蓬勃发展和县域医疗资源的日益丰富，人们的健康素养也在不断提高。居民的健康素养水平在近几年内实现了大幅提升。这一变化反映出公众对健康问题的日益关注和重视，也为下沉市场的发展奠定了坚实的基础。

随着线下医药消费水平进一步增长，众多企业为捕捉市场机遇，积极调整战略，深耕县域市场。康恩贝针对其“新前列康”产品，推出了适用于县域市场的产品线组合，并通过定向签约和独家经营模式来确保产品在该市场的稳定销售。康美药业则组建了一支专业的 OTC 团队，覆盖全国 31 个省区，为县域药店提供专业服务，推动中药品类的发展。华润三九通过优化渠道和深度动销策略，将明星产品引入县域市场，并通过精准控销和外联驱动的模式丰富产品种类。东阿阿胶则构建了全国性的 OTC 销售体系，通过精细划分市场和“铺货主推”策略，确保“复方阿胶浆”在县域市场的广泛覆盖。

基于这样的背景，下沉市场已逐渐成为医药行业的新热点。根据中康 CMH 数据，全国药店终端下沉市场的总量在 2020 年已达 3,124 亿元，预计在未来 5 年内可达 3,925 亿元，年复合增长率为 5.9%。随着这些有利因素持续推动药店终端下沉市场总量的不断增长，我们预计院外药店零售行业将迎来前所未有的市场潜力和增长空间。

3.2 中药材涨价潮下药企提价能力凸显，OTC 产品增长潜力旺盛

基于新康界的数据，以 2018 年中国零售药店行业产品价格指数的平均值为基准，从 2019 年至 2023 年上半年，中国零售药店行业的产品价格指数整体呈先波动下降后迅速振荡上升的走势。至 2023 年上半年，中国零售药店行业的产品价格指数已经基本恢复至疫情前的价格水平。

图表 35. 201901-202306 中国零售药店行业产品价格指数（以 2018 年指标平均值为基准 1000 点）



资料来源：新康界，中银证券

3.2.1 中药材市场涨价潮持续，药企调整策略以应对成本压力

自 2019 年末以来，中药材市场进入涨价周期，价格波动趋势明显。2024 年，中药材价格延续先前上涨态势，有关中药材价格飙升如“白术价格疯涨比黄金还离谱”的话题在网络中频繁出现。根据药通网的数据显示，部分中药材在今年 5 月份的价格相较于去年同期实现增长，涨幅均超过 38%，部分品种涨幅更是高达 323.53%。具体而言，年需求量分别为 17,000 吨、15,000 吨、6,000 吨的白术、白芍和栀子等大宗中药材目前市场价格均实现了翻倍增长。

图表 36. 部分中药材价格涨幅情况

品种	2024 年 5 月价格 (元/公斤)	年涨幅(%)
白术 (小统, 即稍小品)	160	247.83
白术 (选, 即精选品)	200	325.53
白芍 (一二级, 即较佳品)	100	132.56
防己 (全撞皮)	210	44.83
新夷 (大花)	170	193.10
栀子 (统, 即未挑选品)	55	103.70
蝉蜕 (水地)	1,100	100.00
猫爪草 (家中大)	310	93.75
黑胡椒 (统)	37.5	38.89

资料来源：药通网，中银证券

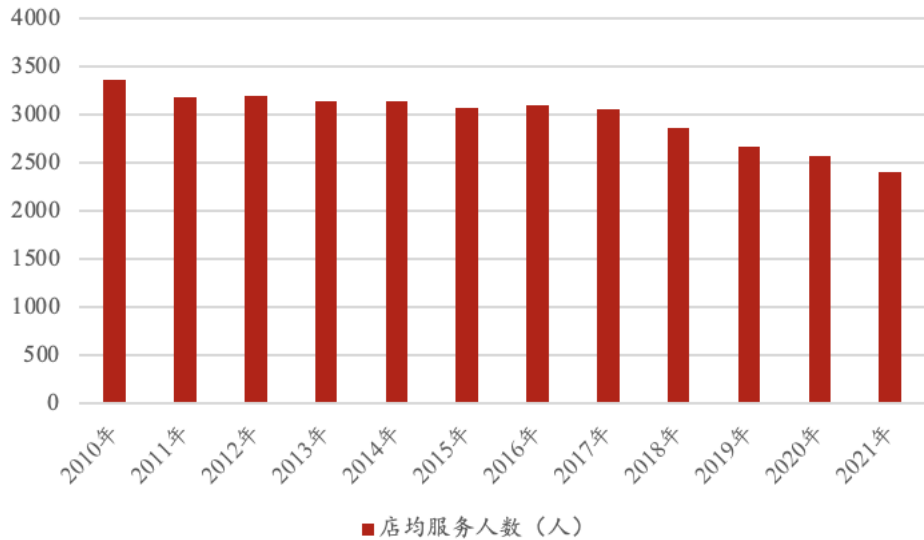
中药材价格迅速上涨归因于社会对中医认可度的提升及海外市场需求的增加，推动中药材整体需求规模的快速增长。但在需求增长的同时，部分中药材的产能供给量却存在严重不足的问题。

以玉屏风颗粒为例。该药品在新冠疫情时期因其疗效明显，需求量迅速增长，但其主要成分如白术的供需关系面临严峻挑战。作为政府推荐的新冠肺炎防治产品，根据米内网数据，玉屏风颗粒在 2022 年城市实体药店终端中销售额为亿元级别，增速为 10.78%。其核心原材料白术作为多年生药材，且价格偏低，导致农户种植意愿不高而种植规模长期受限。此外，白术产量还受到天气因素影响，逐年减产的情况加剧了供需失衡，推动价格迅速上涨。尽管新冠肺炎影响日益降低，但由于白术是 40 多种中成药制剂的重要原材料，我们预计未来白术等中药材的价格将持续上涨。

随着上游原材料成本不断上涨，药企面临越来越大的成本压力。在此背景下，中药 OTC 产品因其集采免疫效应，其价格受集采政策的影响较小，为药企提供一定的自主定价空间。为维持或提升整体利润水平，药企开始考虑对中药 OTC 产品进行适度提价。例如，佛慈制药在 3 月 11 日发布公告，宣布对其主营中成药产品进行平均 9% 的提价，以缓解成本压力。

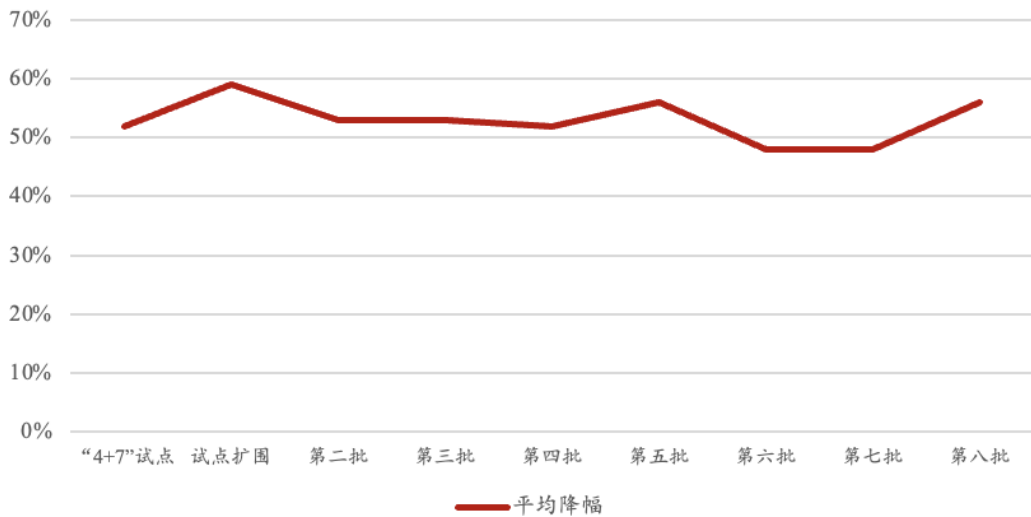
下游零售药店面临服务人数持续下降和化药集采政策导致的部分化药慢病产品盈利能力下降的双重压力。根据观研天下数据，中国零售药店店均服务人数出现明显下滑，从2017年的店均服务3,062人锐减至2021年的2,406人。此外，受集采政策影响，化药产品盈利能力普遍下滑。根据中国医疗保险数据统计，我国前八批次的集采药品价格普遍出现明显降幅，大部分批次的降价降幅均超过50%，对药企和药店的盈利能力均产生压缩效应。为提高自身盈利水平，我们预计下游零售药店对中药OTC的提价接受程度将会提升。

图表 37. 2010-2021 年中国零售药店店均服务人数变化情况



资料来源：观研天下，中银证券

图表 38. 药品集采不同批次降幅



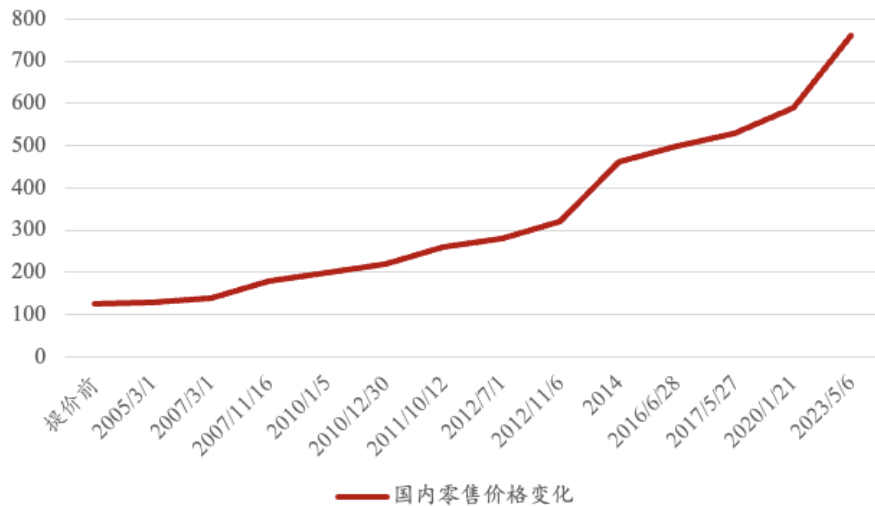
资料来源：中国医疗保险，中银证券

3.2.2 高端OTC品牌价值驱动自主定价，企业有望实现持续“量价齐升”

由于部分中成药产品采用稀缺且珍贵的原材料，这些产品天然具备显著的品牌壁垒，为其产品价格调整提供了深厚的市场基础。以片仔癀为例，其配方中的核心成分包括天然牛黄、天然麝香、蛇胆、田七等珍稀药材，主要用于治疗消肿止痛、活血化瘀等症状，在其原材料中，麝香和蛇胆的采购活动受到国家林业部门的严格监管，牛黄因其独特严苛的生成条件而具有极高的市场价值，天然麝香则来源于国家一级保护的麝科动物，具有珍贵价值。

在过去的二十年中，片仔癀凭借强大的品牌影响力和高客户忠诚度，多次成功进行价格调整。作为独家品种的传统名贵中成药，片仔癀具有国家一级中药保护品种优势，一系列成功价格调整得益于其高市场价值、强大的品牌价值和渠道壁垒和坚实的市场定价权。价格从2005年的每粒125元迅速增长至如今的760元/粒，最近一次的价格涨幅高达28.81%。由于公司具有高粘性客户群体，尽管价格出现上涨趋势，但根据米内网数据，2021年-2023年H1，公司片仔癀产品在中国城市实体药店销售额增速分别为6.14%、33.90%和21.09%；考虑到公司在这段期间仅于2023年5月提价28.81%，公司持续实现量价齐升。

图表 39. 片仔癀 2005-2023 年国内零售价格变化

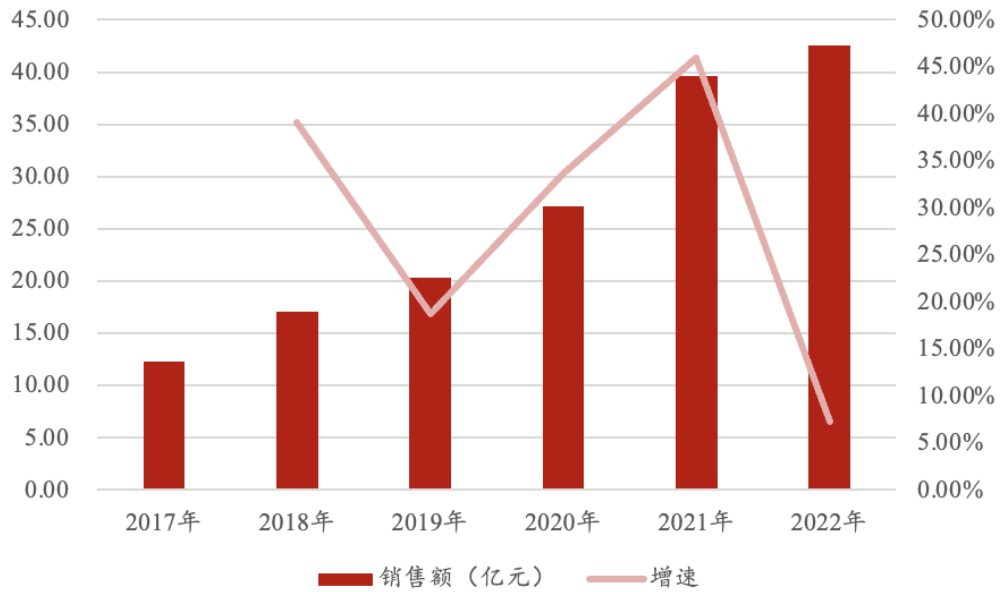


资料来源：公司公告，中银证券

安宫牛黄丸作为一款历史悠久的传统名贵中成药，其独特的配方和显著疗效赋予其强大的市场地位。除片仔癀锭剂外，安宫牛黄丸也同样享有深厚的文化底蕴与保护壁垒。其制作原料中的天然麝香因野生麝数量骤减，受国家配额制度管理，仅有五家企业如同仁堂、广誉远等获批使用天然麝香生产权限。这款中成药由牛黄、麝香、朱砂、黄连、水牛角等药材组成，主要功效在于清热解毒、镇惊开窍，尤其在心脑血管疾病的治疗中发挥着重要作用，可在危急重症如脑卒中急性期和重型颅脑损伤的治疗中使用，也具有节气养生作用，被誉为“急救神药”。

尽管面临着原材料成本上涨的挑战，例如水牛角和黄连的价格在2023年较2022年分别上涨了246.15%和74.19%，其市场需求仍保持稳定增长。得益于其疗效，安宫牛黄丸具有庞大的消费群体。根据观研报告数据，我国安宫牛黄丸的零售市场规模从2017年的12.30亿元大幅增长到2022年的42.55亿元，是心脑血管疾病中成药市场大品种。这一市场规模的稳定增长，虽有原材料原因导致单价上涨的影响，但离不开其庞大需求量的有力支撑。

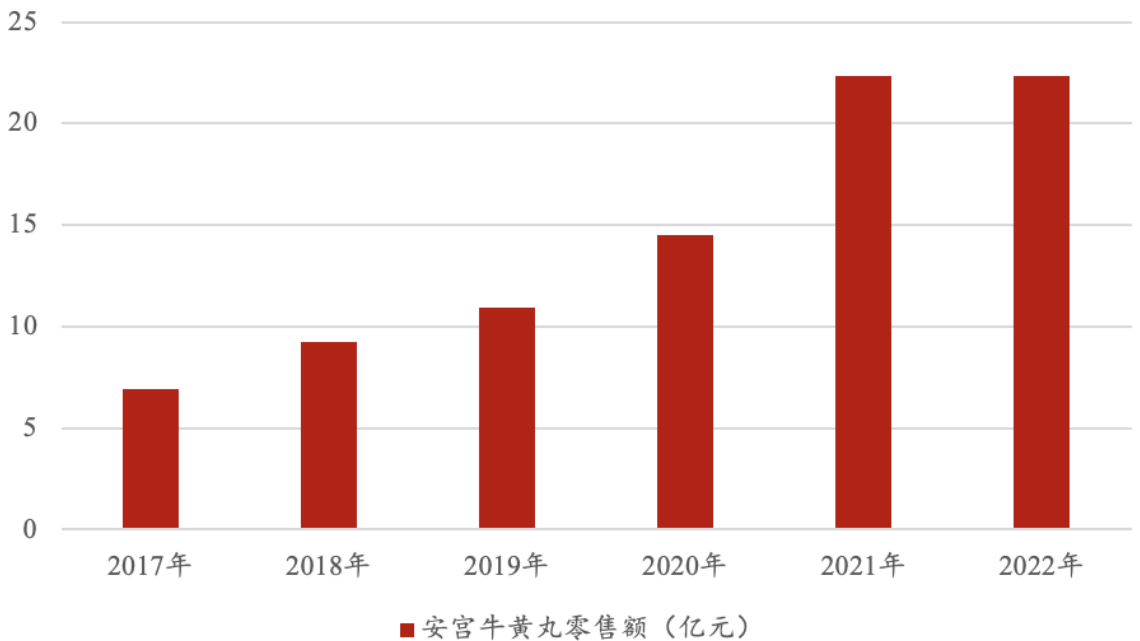
图表 40. 2017-2022 年我国安宫牛黄丸零售市场规模及增长情况



资料来源：观研天下，中银证券

依托于较为庞大的消费群体，安宫牛黄丸具有强大的自主定价权。以北京同仁堂集团的“安宫牛黄丸”为例，其每丸价格历经 350 元，560 元和 780 元的变化，在 2021 年 12 月，北京同仁堂再次提价 10% 至每丸 860 元。尽管价格上涨幅度颇大，但其收入规模仍在持续上涨。根据观研天下数据，北京同仁堂产品“安宫牛黄丸”零售额从 2017 年的 6.93 亿元稳定增长至 2022 年的 22.33 亿元，2017-2022 期间年复合增长率为 39.22%；尽管在此期间，北京同仁堂两次为安宫牛黄丸进行产品提价，提价幅度分别为 2019 年 12 月的 40% 和 2021 年 12 月的 10%，其 2020-2022 年安宫牛黄丸零售额的年均复合增长率为 80.53%，持续实现“量价齐升”。

图表 41. 2017-2022 年同仁堂安宫牛黄丸零售额 (亿元)



资料来源：观研天下，中银证券

3.2.3 品牌 OTC 的品质与创新成为增长潜力驱动力

除名贵中成药产品外，普通品牌的 OTC 产品也具有较高自主定价权。以骨科贴膏剂为主导产品的中药企业羚锐制药为例。面对原材料成本上升的普遍压力，羚锐制药凭借其自有的中药材种植基地，有效地缓冲了原材料价格波动对企业经营成本的影响，确保了原材料的稳定供应。此外，羚锐制药始终致力于提高产品品质和工艺创新。通过持续的技术研发和产品升级，公司负责省级经皮给药重点实验室的建设，积极推动产品质量标准提升和外用制剂领域的研发创新。此外，羚锐制药还采用了更好的弹力布材料，以及药效更佳的中草药原材料，以增强产品的透气性和降低过敏风险。这些措施在提高产品疗效和安全性的同时，也赢得了市场的广泛认可。根据米内网数据，中成药贴膏剂市场具有较高的市场集中度，前二十的产品合计市场份额超 70%。其中，河南羚锐制药产品上榜次数最多，通络祛痛膏产品更是位列第二名，市占率达 9.18%。因此，其在定价方面拥有较高的自主权。

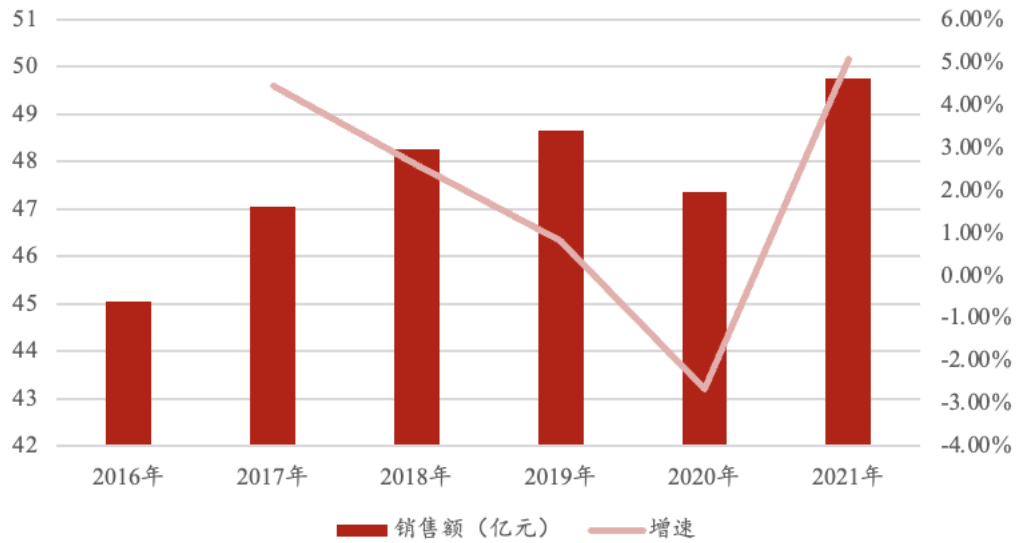
图表 42. 2023 年中国城市药店终端中成药贴膏剂品牌 Top20

产品名称	企业简称	市场份额(%)
消痛贴膏	西藏奇正藏药	15.93
通络祛痛膏	河南羚锐制药	9.18
云南白药膏	云南白药无锡药业	8.53
丁桂儿脐贴	亚宝药业集团	7.30
云南白药创口贴	云南白药无锡药业	5.61
壮骨麝香止痛膏	河南羚锐制药	4.23
活血止痛膏	安科余良卿药业	2.92
麝香追风膏	湛江吉民药业	2.47
麝香壮骨膏	河南羚锐制药	2.29
骨痛贴膏	桂林华润天和药业	1.93
舒腹贴膏	河南羚锐制药	1.69
麝香壮骨膏	桂林华润天和药业	1.60
消炎镇痛膏	白云山何济公之遥	1.58
神农镇痛膏	黄石燕舞药业	1.37
红药贴膏	沈阳红药集团	1.35
伤湿止痛膏	河南羚锐制药	1.18
铁棒锤止痛膏	甘肃奇正藏药	1.13
天和追风膏	桂林华润天和药业	1.11
万通筋骨康贴	通化万通药业	1.08
麝香壮骨膏	修正药业集团	0.98

资料来源：米内网，中银证券

需求的稳定性和产品物美价廉的特性共同构成了公司“量价齐升”的潜力。随着人口老龄化加剧，全民健康意识的提高，及年轻人因长期不良生活和工作习惯导致的健康问题日益凸显，骨科用药行业已经建立了一个庞大且稳定的客户群体。根据华经产业研究院数据，从 2016 年至 2021 年，我国城市实体药店中药贴膏剂产品的销售额呈现稳定增长态势，从 45.04 亿元逐步增长至 49.77 亿元，具备持续增长潜力。在竞争激烈的市场环境中，公司凭借产品的价格优势，成功吸引了大量消费者。根据京东大药房的数据，公司产品麝香壮骨膏和伤湿止痛膏价格均低于竞争对手同类产品，壮骨麝香止痛膏也处于同类产品价格较低位，为公司提供了在未来市场环境中提价的基础和可能性。

图表 43. 2017-2021 年我国城市实体药店中药贴膏剂销售额



资料来源：华经产业研究院，中银证券

图表 44. 公司部分产品与竞品的 OTC 价格对比

药品名称	生产厂家	规格	OTC 价格 (元/贴)
壮骨麝香止痛膏	羚锐制药	7cm*10cm	0.7
	天和	7cm*10cm	1.4
	国光天王	7cm*10cm	0.5
麝香壮骨膏	羚锐制药	7cm*10cm	2.0
	葵花药业	7cm*10cm	2.4
	仁和	7cm*10cm	3.7
伤湿止痛膏	羚锐制药	7cm*10cm	0.6
	云南白药	7cm*10cm	4.6
	西山	7cm*10cm	1.5

资料来源：京东大药房，中银证券

鉴于公司产品所展现出的显著价格优势、不断更新的产品工艺以及稳固的消费者基础，我们有理由相信，在未来，公司具备有选择性地提升产品价格的能力，从而实现销量与价格的双增长。

风险提示

中成药 OTC 产品提价幅度不达预期的风险：市场接受度、消费者支付能力、竞品定价策略及政策监管等多重因素影响，中成药 OTC 产品的提价幅度可能无法达到预期水平。

中药材价格波动风险：中药材价格受天气、产量、种植成本、市场供需关系等多重因素影响，存在较大波动性。

竞争格局加剧风险：为应对原材料中药材价格上涨导致的成本增加及提升市场占有率，企业为维持市场竞争力采取多样化策略，或将加剧行业竞争格局。

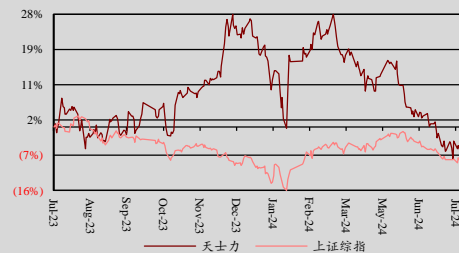
600535.SH

买入

市场价格:人民币 12.63

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(26.8)	(7.9)	(19.5)	(7.7)
相对上证综指	(26.1)	(4.3)	(16.6)	0.6

发行股数(百万)	1,493.95
流通股(百万)	1,493.95
总市值(人民币 百万)	18,868.59
3个月日均交易额(人民币 百万)	177.76
主要股东	
天士力生物医药产业集团有限公司	45.75

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2024年7月10日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 中药 II

证券分析师: 刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

联系人: 薛源

yuan.xue_sh@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122110008

天士力

业绩稳中向好, 中药创新亮点频频

公司致力于推动现代中药产业的国际化, 并在心脑血管、消化代谢、肿瘤免疫等领域取得显著成果。医药工业的稳定增长、盈利能力的回升, 以及“四位一体”创新研发模式, 为公司未来发展注入强大的研发创新能力和发展动力。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 医药工业维持稳定增长态势, 整体盈利能力回升明显。2023年公司实现营业收入86.74亿元, 连续保持稳定增长态势的医药工业部分收入达到74.21亿, 较去年同期增长3.22%, 占公司营业收入超80%。此外, 公司整体毛利率达到66.8%, 中药板块的毛利率高达72.24%。由此可见, 公司已克服由于业务调整和集采因素带来的利润下滑挑战, 具有稳健的经营能力。
- 核心产品受市场广泛认可, 企业领跑现代中药行业。公司核心产品围绕心脑血管领域进行布局, 形成以复方丹参滴丸为核心的心脑血管现代中药产品体系, 在市场占有率和单产品产销规模方面稳居同行业前列。2023年, 针对缺血性心脏病市场的中药排名中, 复方丹参滴丸的市场份额排名全国第一。
- 广泛布局创新药物研发, 科研成果迎来收获期。公司科研投入在中药行业名列前茅, 在2023年, 公司共有98款在研管线产品, 其中包含41款1类创新药, 36款处于临床试验阶段, 26款正在临床II、III期阶段。此外, 公司还有2款中药经典名方提交生产申请, 9款创新中药处于临床III期研究阶段。核心产品复方丹参滴丸(T89)国际化进程顺利, 目前T89-AMS已完成III期临床试验病例入组。同时, 公司数智化建设成果显著, 与华为云共建中医药大模型, 加快现代中药的创新与转化。

投资建议

- 预期公司2024-2026年归母净利润分别为10.75亿元、11.35亿元、12.73亿元, EPS分别为0.72元、0.76元和0.85元, 当前股价对应的PE为17.5倍、16.6倍、14.8倍, 首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 国际化进程受阻风险, 医药行业政策风险, 中药原材料价格风险, 集采政策带来价格波动风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	8,593	8,674	9,275	9,925	10,617
增长率(%)	8.1	0.9	6.9	7.0	7.0
EBITDA(人民币 百万)	1,438	1,925	1,890	2,001	2,134
归母净利润(人民币 百万)	(257)	1,071	1,075	1,135	1,273
增长率(%)	(110.9)	(517.5)	0.4	5.6	12.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	(0.17)	0.72	0.72	0.76	0.85
市盈率(倍)	(73.6)	17.6	17.5	16.6	14.8
市净率(倍)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(倍)	10.6	12.4	8.8	8.0	7.1
每股股息(人民币)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
股息率(%)	3.1	1.9	2.6	2.8	3.1

资料来源:公司公告, 中银证券预测

广泛布局中药化学生物药研发，推动公司现代中药产业国际化

天士力创立于1994年，公司围绕中药与生物医药产业发展，致力于打造大健康产业体系中的生命医学产业，聚焦维系人类健康生命体验的心脑血管、消化代谢、肿瘤免疫、神经科学等重大治疗领域进行精准创新。其产品线广泛，涵盖现代中药、化学药及生物创新药领域，为患者提供突破性再生医学和4D整合健康管理解决方案。

在产品策略上，天士力主要聚焦于心脑血管、消化代谢、肿瘤三大疾病领域，并逐步拓展至神经科学领域范围。公司秉承“创造健康，人人共享”的企业使命，推动中医药与现代医学的融合发展，致力于研发临床急需药物，填补中国临床市场空白。通过现代中药、生物药和化学药协同发展的优势进行创新药物的战略布局，继续保持行业领先优势与研发创新的发展动力。

目前公司旗下产品共有70个品种纳入《国家基本药品目录》，166个品种进入《国家医保目录》，其中包含15个独家品种如复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）。在现代中药领域，公司以复方丹参滴丸为核心，构建了以心脑血管用药为主的现代中药大药体系。在生物药领域，公司的独家品种注射用重组人尿激酶原（普佑克）已成功从国家医保目录的谈判目录转入常规乙类目录，我们预计未来降价压力将大幅减少。在化学药领域，天士力以帝益药业为核心，专注于化学药的研发与生产，目前已有22个品种的原料药和多个口服固体制剂包括治疗脑胶质瘤的二类新药替莫唑胺胶囊（蒂清）等上市。此外，还有17个品种通过或视同通过一致性评价。

在国际化布局方面，天士力正积极推动现代中药产业的国际化。多款产品正在推进国际化进程，其中复方丹参滴丸（T89）的FDA国际申报正在推进中，同时T89治疗慢性稳定性心绞痛适应症与防治急性高原综合症（AMS）的两项国际临床试验也在稳步推进中，T89-AMS已完成III期临床试验病例入组。此外，复方丹参滴丸、护心丹、养血清脑颗粒、荆花胃康胶丸、安宫牛黄丸已获得8项国际注册批准。这一系列产品的国际化不仅推动了公司各项业务的国际化，也实现了公司全产业链国际化标准体系的建立。

图表 45. 天士力产品序列

治疗领域	产品名称	药物类型
心脑血管	复方丹参滴丸	中药
	芪参益气滴丸	中药
	注射用重组人尿激酶原（普佑克）	生物药
	注射用益气复脉（冻干）	中药
	赖诺普利氢氯噻嗪片	化学药
	养血清脑丸	中药
	养血清脑颗粒	中药
	醒脑静注射液	中药
	注射用丹参多酚酸	中药
	西黄丸	中药
肿瘤免疫	替莫唑胺胶囊（蒂清）	化学药
	氟他胺片	化学药
	水飞蓟宾胶囊（水林佳）	化学药
消化代谢	荆花胃康胶丸	中药
	消渴清颗粒	中药
神经科学	右佐匹克隆片	化学药
	芍麻止痉颗粒	中药

资料来源：公司官网，中银证券

核心中药产品受到广泛认可，专注现代中药核心领域

目前公司中药产品体系以心脑血管用药领域为主导，核心产品复方丹参滴丸长期在市场占有率和单产品产销规模方面稳居同行业前列。2023年，复方丹参滴丸共销售1.41亿盒，并在中药用于缺血性心脏病市场排名中位列全国榜首。围绕复方丹参滴丸，公司建立了完善的心脑血管现代中药体系，其中包括养血清脑颗粒（丸）、芪参益气滴丸、注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸等多款产品。值得一提的是，天士力复方丹参滴丸还荣获“中国药品交易会—最具影响中成药品牌十强榜”和“头部力量—中国医药高质量发展成果品牌”等。

图表 46. 天士力中药板块核心产品与 2023 年销售情况

产品种类	产品功效	销售量(万盒)	销售量比上年增减(%)	国家医保目录	处方药	中药保护品种	国家基药目录
复方丹参滴丸	活血化瘀, 理气止痛。用于气滞血瘀所致的胸痹, 症见胸闷、心前区刺痛。	14,092.57	9.89	是	是	否	是
养血清脑颗粒	养血平肝, 活血通络。用于血虚肝旺所致头痛, 眩晕眼花, 心烦易怒, 失眠多梦。	2,704.24	0.99	是	否	否	是
养血清脑丸	养血平肝, 活血通络。用于血虚肝旺所致头痛, 眩晕眼花, 心烦易怒, 失眠多梦。	885.63	11.45	是	否	是	是
芪参益气滴丸	益气通脉, 活血止痛。用于气虚血瘀型胸痹。	1,910.86	8.10	是	是	是	是
注射用益气复脉	益气复脉, 养阴生津。用于冠心病劳累性心绞痛气阴两虚证。	3,819.94	20.25	是	是	否	否

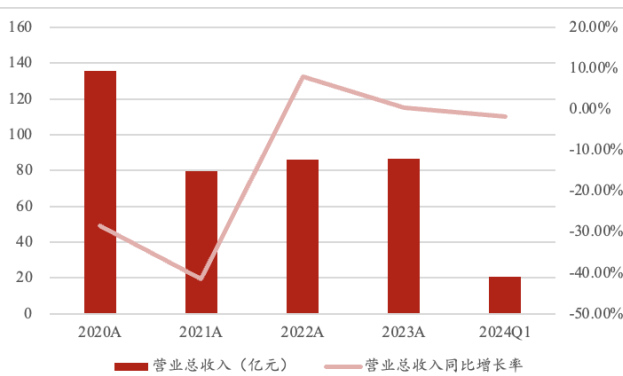
资料来源: 公司公告, 中银证券

医药工业维持稳定增长态势, 整体盈利能力回升明显

公司在 2020 至 2021 年营业收入有较大幅度下滑, 主要系处置天士力营销股权所致。但经过调整, 公司迅速恢复增长势头。2023 年整体营业收入主要由公司医药工业板块贡献, 占比超 80%。整体毛利率由 2020 年的 40.66% 大幅攀升至 2023 年的 66.8%, 且继续维持稳定的上升态势, 盈利能力得到明显的回升。

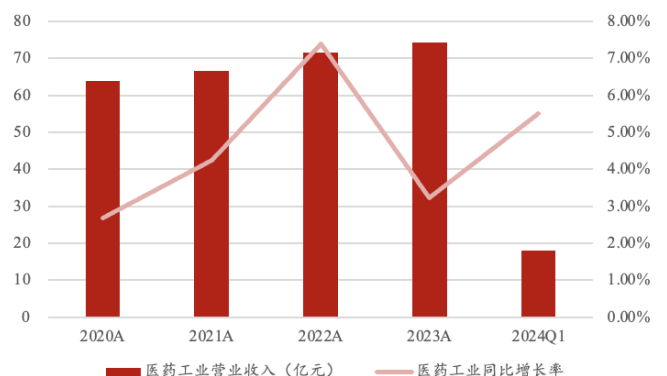
2023 年, 公司实现营业收入 86.74 亿元, 其中医药工业收入达 74.21 亿元, 较去年同期增长 3.22%, 其中中药板块收入 59.71 亿, 较去年同期增长 6.62%。医药商业收入下降 14.21%。全年, 公司实现归母净利润 10.71 亿元, 同比增长 505.34%。从产品类型来看, 心脑血管产品作为公司的核心产品, 全年营收达到了 52.54 亿元, 同比增长 3.45%。感冒发烧产品的营收为 5.08 亿元, 同比增长 18.42%。肝病治疗产品的营收为 6.57 亿元, 同比增长 12.96%。整体上, 公司正在逐步走出受业务整合带来的影响, 营收水平稳中向好。

图表 47. 公司 2020-2024Q1 营业收入及增速



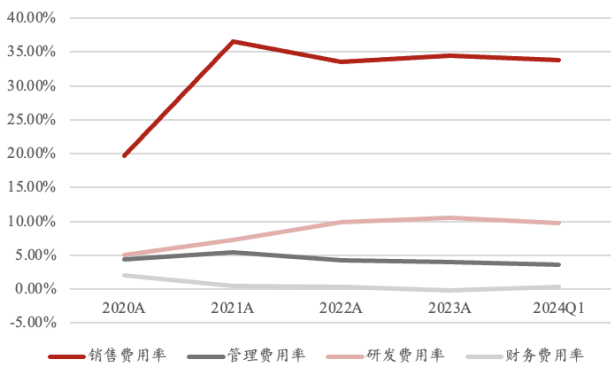
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 48. 公司 2020-2024Q1 医药工业营业收入与增速



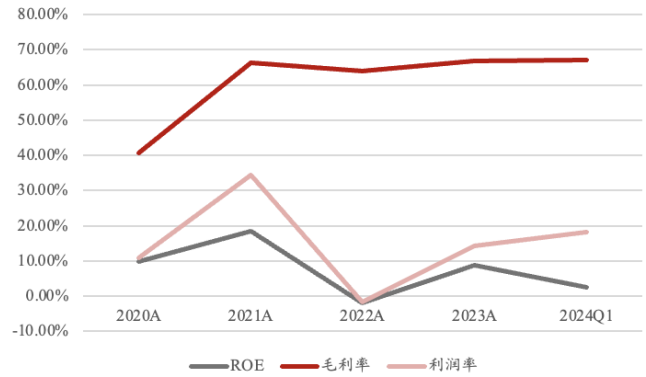
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 49. 公司 2020-2024Q1 费用率情况



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 50. 公司 2020-2024Q1 利润率、ROE 等情况



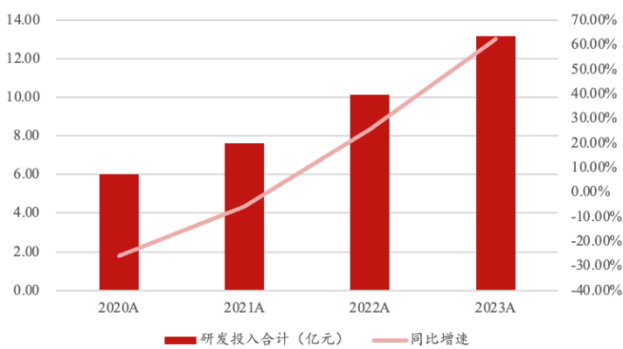
资料来源: iFinD, 中银证券

多领域创新药研发顺利推进，数智化助推公司良性发展

2023 年，公司研发投入高达 13.15 亿元，占营业收入的 15.17%，较去年同期显著增加 29.49%。公司坚持对现代中药的高投入策略，随着研发人员占比逐年上升，2023 年研发人员占公司整体比例达到 15.05%。公司充分利用创新药政策红利，采取自主研发、产品引进、合作研发、投资市场许可优先权的“四位一体”创新研发模式，全面优化以大生物医药为核心的研发管线，并丰富创新药的研发管线布局，涵盖心脑血管、消化代谢、肿瘤、中枢神经四大疾病领域。目前，公司共布局 98 款在研管线产品，包含 41 款 1 类创新药，其中 36 款已进入临床试验阶段，26 款处于临床 II、III 期阶段。在药物类型上，现代中药、生物药和化学药分别占据 25 款、12 款和 59 款。

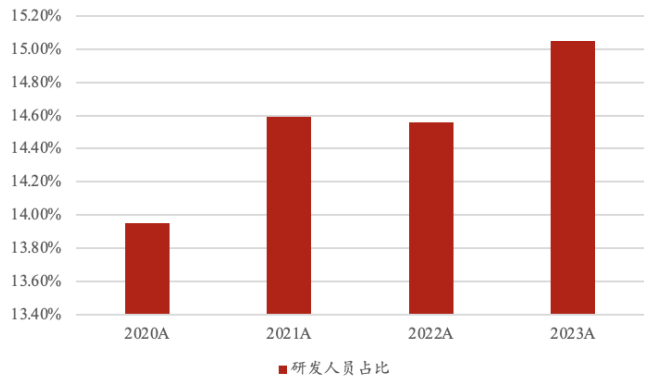
与此同时，公司加大数智化科研平台的建设力度，通过打造多项数智化精准研发平台，将中医药理论知识、临床经验与现代科技如大数据、云计算及人工智能等相结合，加快前沿科学发现、底层技术创新和产品开发的体系化、成果化，进而提升研发融合创新能力。公司还构建了以现代中药为核心的智能制造科技体系，建设中药智能制造车间，引领中药全产业链绿色智能制造技术创新。此外，公司还建立了从“基因网络—作用靶点—药效组分”的中药质量数字化解析技术，推动中药机理深度挖掘和组合药物筛选研究，并发表了有关复方丹参滴丸、芪参益气滴丸等现代中药的三篇论文。公司的数智化创新成果“现代中药企业全产业链数字化质量管理”荣获第三十届全国企业管理现代化创新成果一等奖。

图表 51. 公司 2020-2023 年研发投入情况



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 52. 公司 2020-2023 年研发人员占比



资料来源: iFinD, 中银证券

盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

随着我国人口老龄化程度逐步严峻，产品二次开发加速推进，公司产品渗透率逐步提升，公司重点布局心脑血管业务，我们预计未来业绩将保持稳定增长，2024-2026 年心脑血管业务营业收入分别为 56.21/59.59/62.86 亿元，同比增速为 7.00%/6.00%/5.50%，受到集采影响，毛利率略微有所下调；我们预计肝病及感冒发烧产品业务也将保持相对稳定增速，毛利率保持稳定水平。公司医药商业板块业务陆续出售，我们预计医药商业板块所占公司总营收的比重将进一步降低，2024-2026 年营业收入分别为 11.24/10.34/9.51 亿元，同比增速为-7.50%/-8.00%/-8.00%，毛利率水平变动不大。

图表 53. 盈利预测核心假设

(单位：百万元)		2023A	2024E	2025E	2026E
	营业收入	8,674.01	9,274.97	9,925.21	10,617.32
	增速(%)	0.94	6.93	7.01	6.97
	成本	2,880.10	3,154.38	3,312.46	3,486.73
	毛利率(%)	66.80	65.99	66.63	67.16
心脑血管	收入	5,253.60	5,621.35	5,958.63	6,286.36
	增速(%)	3.45	7.00	6.00	5.50
	成本	1,316.82	1,517.76	1,608.83	1,697.32
	毛利率(%)	74.93	73.00	73.00	73.00
其他	收入	812.02	893.22	982.54	1,075.89
	增速(%)	9.50	10.00	10.00	9.50
	成本	312.83	348.36	383.19	419.60
	毛利率(%)	61.47	61.00	61.00	61.00
医药商业小计	收入	1,215.23	1,124.08	1,034.16	951.42
	增速(%)	(14.21)	(7.50)	(8.00)	(8.00)
	成本	856.23	809.34	744.59	685.03
	毛利率(%)	29.54	28.00	28.00	28.00
肝病治疗	收入	656.87	755.41	868.72	999.02
	增速(%)	12.96	15.00	15.00	15.00
	成本	117.04	135.97	156.37	179.82
	毛利率(%)	82.18	82.00	82.00	82.00
感冒发烧	收入	508.50	584.77	672.49	773.36
	增速(%)	18.42	15.00	15.00	15.00
	成本	194.19	233.91	268.99	309.34
	毛利率(%)	61.81	60.00	60.00	60.00
抗肿瘤	收入	190.09	247.12	341.02	443.33
	增速(%)	(39.67)	30.00	38.00	30.00
	成本	65.88	86.49	119.36	155.17
	毛利率(%)	65.34	65.00	65.00	65.00
其他业务	收入	37.71	49.02	67.65	87.95
	增速(%)	22.38	30.00	38.00	30.00
	成本	17.11	22.55	31.12	40.45
	毛利率(%)	54.63	54.00	54.00	54.00

资料来源：iFinD，中银证券

投资建议

公司围绕中药与生物医药产业发展，致力于打造大健康产业体系中的生命医学产业，产品线覆盖广泛，聚焦心脑血管、消化代谢、肿瘤免疫、神经科学等重大治疗领域。我们选取同样在现代化中药领域颇具代表性的悦康药业、一品红、众生药业作为可比公司，估值水平略低于可比公司 PE 均值，公司产品布局全面，未来发展前景具备成长性。预期公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.75 亿元、11.35 亿元、12.73 亿元，EPS 分别为 0.72 元、0.76 元和 0.85 元，当前股价对应的 PE 为 17.5 倍、16.6 倍、14.8 倍，首次覆盖，给予**买入**评级。

图表 54. 可比公司估值表

代码	公司	股价日期 2024/07/10	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688658.SH	悦康药业	17.50	0.41	0.69	0.92	1.14	42.7	25.3	19.0	15.3
300723.SZ	一品红	19.62	0.42	0.59	0.73	0.86	46.7	35.1	28.3	24.5
002317.SZ	众生药业	11.07	0.32	0.44	0.52	0.61	34.6	25.1	21.8	18.4
	平均							28.5	23.0	19.4
600535.SH	天士力	12.63	0.72	0.72	0.76	0.85	17.6	17.5	16.6	14.8

资料来源: iFinD, 中银证券 (可比公司数据来源于同花顺一致预期)

风险提示

国际化进程受阻风险。公司持续推动现代中药、创新药出海,受国际局势与海外政策影响,可能会对公司产品国际化造成不确定影响。

医药行业政策风险。国家积极推进医疗保障制度的改革,对医药集采,药品获批等方面产生重大影响,可能会影响公司新产品开发节奏与产品销售。

中药原材料价格风险。公司核心产品主要为现代中药,受原材料价格影响变动较大,药材行情异常上涨将对公司的营业成本带来较大影响。

集采政策带来价格波动风险。受集采政策影响,目前中成药类产品均有不同程度降价。公司旗下复方丹参滴丸进入并中标区域集采,存在中标价格下降风险。在整体药品降价的背景下,会对公司的业绩造成不利影响。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,593	8,674	9,275	9,925	10,617
营业收入	8,593	8,674	9,275	9,925	10,617
营业成本	3,090	2,880	3,154	3,312	3,487
营业税金及附加	134	129	138	147	158
销售费用	2,880	2,984	3,107	3,375	3,610
管理费用	368	342	325	347	372
研发费用	844	917	1,159	1,241	1,327
财务费用	30	(19)	29	17	6
其他收益	95	83	84	87	85
资产减值损失	(372)	(5)	(8)	(8)	(10)
信用减值损失	0	(8)	(11)	(13)	(14)
资产处置收益	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	(1,104)	(172)	0	0	0
投资收益	(22)	(111)	(111)	(111)	(111)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	(153)	1,228	1,316	1,441	1,608
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	10	10	10	10	10
利润总额	(160)	1,221	1,309	1,434	1,601
所得税	180	204	183	220	224
净利润	(341)	1,017	1,126	1,214	1,377
少数股东损益	(84)	(54)	51	79	105
归母净利润	(257)	1,071	1,075	1,135	1,273
EBITDA	1,438	1,925	1,890	2,001	2,134
EPS(最新股本摊薄, 元)	(0.17)	0.72	0.72	0.76	0.85

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,228	8,733	10,137	10,700	12,638
货币资金	3,110	4,451	5,084	5,669	6,550
应收账款	891	688	858	1,072	1,818
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,516	1,748	1,407	1,722	1,184
预付账款	78	66	91	73	100
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,634	1,781	2,697	2,164	2,986
非流动资产	7,202	7,982	7,718	7,381	7,105
长期投资	1,511	2,054	2,054	2,054	2,054
固定资产	3,549	3,389	3,015	2,642	2,269
无形资产	456	574	523	472	421
其他长期资产	1,685	1,966	2,126	2,214	2,362
资产合计	16,430	16,714	17,855	18,081	19,743
流动负债	2,109	2,370	2,891	2,516	3,398
短期借款	184	723	712	719	771
应付账款	575	444	702	501	1,048
其他流动负债	1,349	1,203	1,478	1,296	1,579
非流动负债	1,652	1,655	1,650	1,562	1,553
长期借款	1,376	1,414	1,389	1,311	1,297
其他长期负债	276	241	261	251	256
负债合计	3,760	4,024	4,542	4,078	4,951
股本	1,500	1,500	1,494	1,494	1,494
少数股东权益	265	322	373	451	556
归属母公司股东权益	12,405	12,368	12,941	13,552	14,236
负债和股东权益合计	16,430	16,714	17,855	18,081	19,743

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(341)	1,017	1,126	1,214	1,377
折旧摊销	532	516	517	519	494
营运资金变动	621	743	(242)	(359)	(228)
其他	1,473	300	112	142	110
经营活动现金流	2,285	2,576	1,514	1,516	1,752
资本支出	(403)	(669)	(206)	(206)	(206)
投资变动	(1,063)	110	0	0	0
其他	202	(1,550)	(111)	(111)	(111)
投资活动现金流	(1,265)	(2,109)	(317)	(317)	(317)
银行借款	348	576	(36)	(71)	38
股权融资	(678)	(1,790)	(503)	(525)	(588)
其他	93	17	(25)	(19)	(5)
筹资活动现金流	(236)	(1,196)	(563)	(615)	(555)
净现金流	784	(729)	634	584	881

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	8.1	0.9	6.9	7.0	7.0
营业利润增长率(%)	(105.6)	(902.8)	7.2	9.5	11.6
归属于母公司净利润增长率(%)	(110.9)	(517.5)	0.4	5.6	12.1
息税前利润增长率(%)	(7.3)	55.5	(2.6)	8.0	10.7
息税折旧前利润增长率(%)	(2.9)	33.9	(1.8)	5.9	6.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(110.9)	(517.5)	0.4	5.6	12.1
获利能力					
息税前利润率(%)	10.5	16.2	14.8	14.9	15.4
营业利润率(%)	(1.8)	14.2	14.2	14.5	15.1
毛利率(%)	64.0	66.8	66.0	66.6	67.2
归母净利润率(%)	(3.0)	12.3	11.6	11.4	12.0
ROE(%)	(2.1)	8.7	8.3	8.4	8.9
ROIC(%)	13.0	7.6	7.4	7.5	8.1
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3
净负债权益比	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
流动比率	4.4	3.7	3.5	4.3	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	7.9	11.0	12.0	10.3	7.3
应付账款周转率	15.5	17.0	16.2	16.5	13.7
费用率					
销售费用率(%)	33.5	34.4	33.5	34.0	34.0
管理费用率(%)	4.3	3.9	3.5	3.5	3.5
研发费用率(%)	9.8	10.6	12.5	12.5	12.5
财务费用率(%)	0.4	(0.2)	0.3	0.2	0.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.2)	0.7	0.7	0.8	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	1.5	1.7	1.0	1.0	1.2
每股净资产(最新摊薄)	8.3	8.3	8.7	9.1	9.5
每股股息	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	(73.6)	17.6	17.5	16.6	14.8
P/B(最新摊薄)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.6	12.4	8.8	8.0	7.1
价格/现金流(倍)	8.3	7.3	12.5	12.4	10.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

600422.SH

买入

市场价格:人民币 16.89

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(20.8)	(17.3)	(19.9)	(4.2)
相对上证综指	(20.0)	(13.6)	(17.0)	4.1

发行股数(百万)	757.11
流通股(百万)	756.98
总市值(人民币 百万)	12,787.66
3个月日均交易额(人民币 百万)	188.76
主要股东	
华润三九医药股份有限公司	28.04

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2024年7月10日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 中药 II

证券分析师: 刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

联系人: 薛源

yuan.xue_sh@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122110008

昆药集团

优势重构再开新篇, 聚焦银发经济领域

公司传承精品国药, 聚焦三七产业链, 致力于面向慢病管理和老龄健康领域提供优质产品服务及系统解决方案。目前公司顺利推进与华润三九的合并工作, 以三七产业链为核心, 立足于老龄健康-慢病管理领域, 打造精品国药品牌。抓住银发经济发展契机, 聚焦银发经济领域。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 华润三九的合并工作顺利推进, 营销渠道变革带来新机遇。目前, 华润三九与公司已顺利照百日融合、一年融合、三年融合的机制稳步推进企业融合。通过全面落实“四个重塑”, 实现了昆药集团与华润三九在战略、业务、组织及文化层面的深度融合。依托华润三九销售渠道, 有利于公司后续产品的销售与推广。
- 发扬百年中药老字号, 打造精品国药品牌。公司“昆中药”品牌历经百年风雨, 公司以此为基础打造精品国药平台。围绕“大品种-大品牌-大品类”策略, 借助三九商道辅助, 核心产品昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒等传统精品国药持续发力。推动“昆中药 1381”品牌价值, 做“精品国药领先者”。
- 立足三七产业链体系, 打造慢病管理平台。公司耕耘核心植物药领域 70 余年, 目前已围绕三七构建起完善产业链体系。以核心产品血塞通为基础, 公司着力打造慢病管理平台。2023 年, 心脑血管领域产品营收增长 13.67%, 注射用血塞通(冻干)和血塞通软胶囊销量均有上升。

投资建议

- 预期公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.57 亿元、6.82 亿元、8.87 亿元, EPS 分别为 0.74 元、0.90 元和 1.17 元, 当前股价对应的 PE 为 23.0 倍、18.7 倍、14.4 倍, 首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 产品销售不及预期风险, 中药行业集采政策风险, 原材料价格波动风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	8,282	7,703	8,625	9,683	10,900
增长率(%)	0.3	(7.0)	12.0	12.3	12.6
EBITDA(人民币 百万)	618	656	793	948	1,170
归母净利润(人民币 百万)	383	445	557	682	887
增长率(%)	(24.5)	16.0	25.3	22.4	30.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.51	0.59	0.74	0.90	1.17
市盈率(倍)	33.4	28.8	23.0	18.7	14.4
市净率(倍)	2.6	2.4	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA(倍)	16.5	23.2	14.3	11.8	9.5
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
股息率(%)	1.1	1.0	1.5	1.8	2.4

资料来源:公司公告, 中银证券预测

公司与华润三九顺利融合，新战略彰显公司雄心

昆药集团自 1951 年成立以来，持续在中药领域进行创新与研发。目前，公司已成功开发出青蒿、三七、天麻三大系列及多种特色中药和民族药等天然药物新产品。其主营产品系列包括昆药血塞通系列、蒿甲醚系列、昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒，以及贝克诺顿阿法骨化醇软胶囊、玻璃酸钠注射液等。昆药集团拥有超过 50 家的参控股公司，其产品销售网络遍布全球 60 多个国家。

2022 年 12 月，华润三九完成了对昆药集团 28% 股权的收购，正式成为昆药集团的第一大股东。自此，昆药集团提出“四个重塑”的发展要求，旨在推动“战略-组织-文化”三位一体的全面发展。为明确未来发展重点，公司成立了“1381、1951、777”三个事业部，全面深入推进四个重塑，实现公司与华润三九的全面融合提升。

其中，“昆中药 1381”事业部聚焦于精品国药，依托昆中药的百年历史沉淀，致力于打造出精品国药品牌。“KPC1951”事业部则专注于心脑血管、肌肉骨骼、神经精神三大疾病治疗领域，力求成为老年健康领域严肃治疗的引领者。“777”事业部则聚焦三七产业链，通过提供专业化慢病解决方案，构建老龄健康与慢病管理平台。此外，昆药集团还计划深入挖掘三七产业链的价值，打造三七产业创新研发链条，进一步提升血塞通软胶囊等产品的品牌认知度，并延伸三七应用至大健康领域。

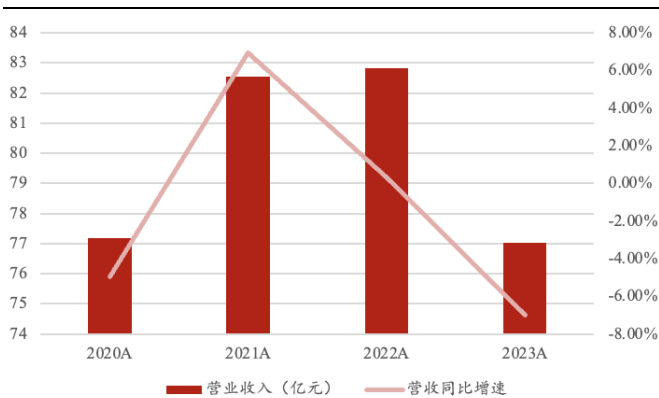
在 2023 年，受商业板块业务结构优化及对外援助业务减少等影响，公司实现 77.03 亿元的营业收入，同比下降 6.99%；但通过持续优化产品结构及推进降本增效等举措，公司实现利润总额 5.64 亿元，同比增长 18.09%；实现归母净利润 4.45 亿元，同比增长 16.05%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 33,511.17 万元，同比增长 33.45%。

图表 55. 公司三大事业部介绍

部门名称	事业部所辖领域	核心产品序列
“昆中药 1381”事业部	聚焦中成药、拓展大健康产品。推进产品梳理、建立商道、品牌驱动、推广策略，优化产品组合，打造精品国药领先者	参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒
“KPC1951”事业部	负责心脑血管、肌肉骨骼、神经精神三大核心领域，注射用血塞通（冻干）、中药注射液推动成为老年健康领域严肃治疗的引领者	射剂
“777”事业部	负责三七产业链，慢病管理和老龄健康领域，提供专业化解决方案	血塞通口服产品

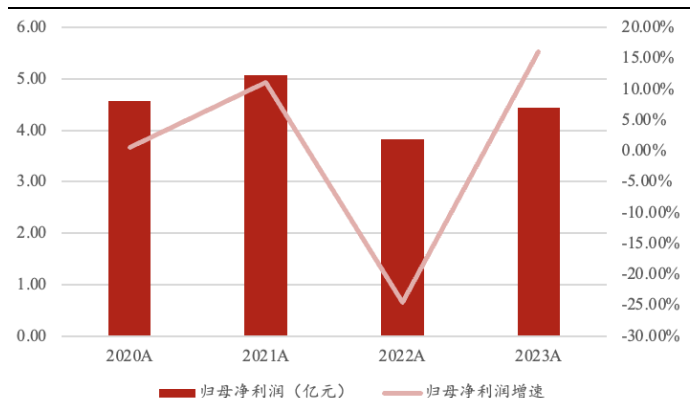
资料来源：彭博

图表 56. 2020-2023 年公司营业收入



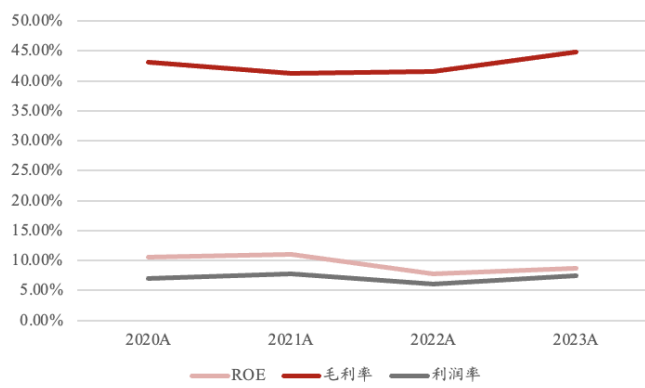
资料来源：Wind，中银证券

图表 57. 2020-2023 年公司归母净利润



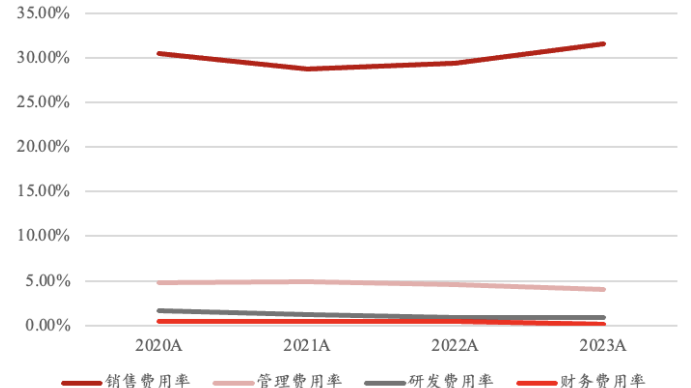
资料来源：Wind，中银证券

图表 58. 2020-2023 年公司毛利率、ROE、利润率情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 59. 2020-2023 年公司费用率情况



资料来源: Wind, 中银证券

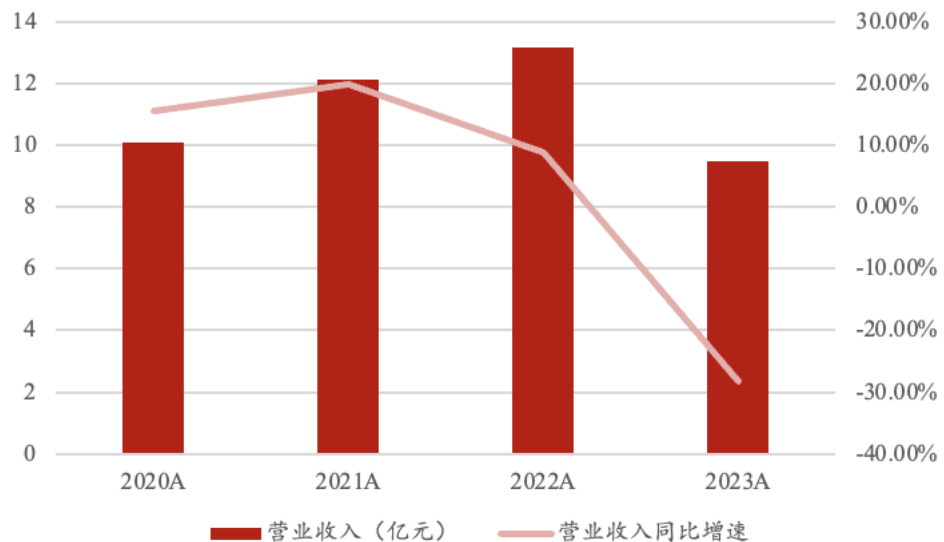
“昆中药 1381”事业部: 持续打造优质单品, 做精品国药领先者

“昆中药 1381”事业部, 源自具有 600 余年历史的“昆明中药厂有限公司”, 凭借深厚的历史积淀和丰富的药品资源, 在中医药行业占据一席之地。依托一系列传统精品国药产品, 昆中药已成为消费者间的知名品牌。

2023 年, 昆中药 1381 事业部的营业收入达 9.47 亿元, 同比增速出现下滑, 为 -28.27%。为应对增速变化, 昆中药 1381 事业部采取多种方式积极调整策略。

在品牌建设方面, 事业部致力于推动文化品牌重塑, 打造专属品牌 IP 以增加消费者对品牌的认知度, 提升品牌价值。在销售渠道方面, 事业部依托华润三九的销售渠道实现销售路径拓宽, 增强产品销售能力。采取“大品种-大品牌-大品类”的策略聚焦具有持续高增长能力的核心品种如参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒等, 进行持续优化升级, 实现品牌持续发展。2023 年, 舒肝颗粒的收入实现同比增长 11.11%, OTC 潜力产品同口咽清丸、板蓝清热颗粒、清肺化痰丸的收入实现同比增长 44.32%、21.19%和 24.21%。

图表 60. 2020-2023 年昆中药营收情况



资料来源: Wind, 中银证券

构建三七产业链体系，公司持续发力老龄健康-慢病管理领域

立足“银发经济”，多项政策利好公司长远发展。2024年1月，国务院办公厅印发首个支持银发经济发展的专门文件《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，对老年人保障体系提出了新的要求，扩大中医药在养生保健领域的应用。鉴于中国老龄化速度加快，以及慢病市场规模的不断扩大，中医药产业特别是中药OTC市场展现出较大的增长潜力，在未来将迎来较长的增长周期。2023年中国慢病管理市场规模约7699亿元，人口老龄化会为公司慢病平台的建设带来长远机遇。

“KPC1951”事业部专注于老龄健康与慢病管理领域，致力成为领域领导者。依托集团70余年核心植物药领域经验，事业部专注于老年健康领域严肃治疗。该事业部重点关注院内严肃医疗产品，旨在巩固公司在心脑血管、骨风关肾、CNS等治疗领域的优势，并拓展老龄健康产业领域。目前，事业部聚焦心脑血管、肌肉骨骼、神经精神三大核心领域，推动院内业务板块实现规模增长。

“777”事业部聚焦三七产业链，做三七行业引领者。该事业部以满足“健康老龄化”需求为出发点，重点聚焦三七产业链，深耕于慢病管理和老龄健康领域。通过深挖三七产业链的学术价值，结合学术和品牌的探索提供专业化的解决方案，以满足银发人群的多层次需求。同时，事业部构建以中风防治为核心的心脑血管慢病管理生态圈，通过提升终端掌控与医院开发能力，发挥血塞通口服系列多剂型、多品规的组合优势。结合“学术赋能+品牌打造”策略，强化渠道拓展与协同，提升产品品牌价值，推动产品在院外市场实现快速增长。

血塞通系列产品是公司心脑血管领域的核心产品。公司作为血塞通系列的原研公司，围绕三七产业链构建了完善的心脑血管产品体系，产品覆盖院内外各类用药方式与剂型。2023年，公司心脑血管类产品营业收入达20.79亿元，同比增长13.67%。各产品销量均有所增长，其中，血塞通软胶囊在OTC渠道快速放量，同比增长33.04%。随着华润圣火企业间的加速融合，血塞通软胶囊及其他血塞通系列产品的销量有望进一步提升。

图表 61. 公司心脑血管产品

产品种类	产品功效	销售量	销售量同比增长(%)	国家医保目录	中药保护品种
注射用血塞通（冻干）	活血祛瘀，通脉活络。用于中风偏瘫、瘀血阻络及脑血管疾病后遗症、胸痹心痛，视网膜中央静脉阻塞属瘀血阻滞者。	7,385.83 万支	24.62	是	是
血塞通软胶囊	活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等。	68,144.04 万粒	32.60	是	否
血塞通片	活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量。用于脑路瘀阻，中风偏瘫，心脉瘀阻，胸痹心痛；脑血管病后遗症，冠心病心绞痛属上述证候者。	-	15.09	是	否
天麻素注射液	神衰、神衰综合征及脑外伤性综合征、眩晕症、神经痛和头痛：	2,061.83 万支	(5.33)	是	否

资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

公司目前已经逐步度过融合期，未来盈利能力可期。其中，心脑血管领域产品为公司重点战略品类，国内老龄化程度不断加深，结合华润三九的渠道优势和品牌影响力，我们预计 2024-2026 心脑血管治疗业务的营业收入为 24.94/29.93/35.92 亿元，随着公司与华润渠道和品牌力融合加深，毛利率略有提升。昆中药 1381 聚焦具有持续高增长能力的核心品种，我们预计消化类和妇科类产品将会保持较为稳健的增长态势，消化类 2024-2026 年营业收入为 5.89/6.48/7.13 亿元，妇科类 2024-2026 年营业收入为 3.99/4.78/5.74 亿元，毛利率水平保持稳定。药品批发与零售业务随着融合逐步加深，我们预期该业务营业收入未来将保持较为稳定的增势，毛利率基本维持稳定水平。

图表 62. 盈利预测核心假设

(单位: 百万元)		2023A	2024E	2025E	2026E
	营业收入	7,703.12	8,625.06	9,683.06	10,900.17
	增速(%)	(6.99)	11.97	12.27	12.57
	成本	4,250.58	4,805.34	5,273.95	5,797.67
	毛利率(%)	44.82	44.29	45.53	46.81
	药品批发与零售				
	收入	3,321.71	3,570.83	3,838.65	4,126.54
	增速(%)	(7.40)	7.50	7.50	7.50
	成本	2,840.56	3,070.92	3,301.24	3,548.83
	毛利率(%)	14.49	14.00	14.00	14.00
心脑血管治疗领域	收入	2,078.67	2,494.40	2,993.28	3,591.94
	增速(%)	13.67	20.00	20.00	20.00
	成本	455.62	523.82	628.59	754.31
	毛利率(%)	78.08	79.00	79.00	79.00
其他	收入	962.49	1,077.98	1,207.34	1,352.22
	增速(%)	5.49	12.00	12.00	12.00
	成本	447.32	646.79	724.41	811.33
	毛利率(%)	39.71	40.00	40.00	40.00
消化系统	收入	535.45	588.99	647.89	712.68
	增速(%)	(6.36)	10.00	10.00	10.00
	成本	157.87	176.70	194.37	213.80
	毛利率(%)	70.52	70.00	70.00	70.00
妇科	收入	332.16	398.59	478.31	573.97
	增速(%)	20.61	20.00	20.00	20.00
	成本	89.53	107.62	129.14	154.97
	毛利率(%)	73.05	73.00	73.00	73.00
骨科系列	收入	218.05	222.41	226.86	231.40
	增速(%)	(7.34)	2.00	2.00	2.00
	成本	60.70	66.72	68.06	69.42
	毛利率(%)	72.16	70.00	70.00	70.00
其他业务	收入	163.27	179.59	197.55	217.31
	增速(%)	(70.96)	10.00	10.00	10.00
	成本	134.36	147.27	161.99	178.19
	毛利率(%)	17.71	18.00	18.00	18.00
抗疟类	收入	91.34	92.26	93.18	94.11
	增速(%)	(18.03)	1.00	1.00	1.00
	成本	64.63	65.50	66.16	66.82
	毛利率(%)	29.24	29.00	29.00	29.00

资料来源: iFinD, 中银证券

投资建议

公司坚持在中药领域进行创新与研发, 目前已成功开发出青蒿、三七、天麻三大系列及多种特色中药和民族药等共计 40 多个具备国内外先进水平的天然药物新产品。我们选取同样在中药领域发展时间较长的东阿阿胶、一品红、同仁堂作为可比公司, 估值水平略低于可比公司 PE 均值, 公司不断拓宽产业布局, 叠加华润渠道能力和品牌力加持, 未来业绩具备成长性。预期公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.57 亿元、6.82 亿元、8.87 亿元, EPS 分别为 0.74 元、0.90 元和 1.17 元, 当前股价对应的 PE 为 23.0 倍、18.7 倍、14.4 倍, 首次覆盖, 给予**买入**评级。

图表 63. 可比公司估值表

代码	公司	股价日期 2024/07/10	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000423.SZ	东阿阿胶	57.76	1.79	2.17	2.59	3.08	32.3	26.6	22.3	18.7
300723.SZ	一品红	19.62	0.42	0.59	0.73	0.86	46.7	35.1	28.3	24.5
600085.SH	同仁堂	36.38	1.22	1.42	1.65	1.91	29.9	25.6	22.1	19.1
	平均							29.1	24.2	20.8
600422.SH	昆药集团	16.89	0.59	0.74	0.90	1.17	28.8	23.0	18.7	14.4

资料来源: iFinD, 中银证券 (可比公司数据来源于同花顺一致预期)

风险提示

产品销售不及预期风险。目前，公司正处于与华润三九的融合期，各产品销售会受到来自销售渠道整合的影响，存在影响现有产品的销量风险。

中药行业集采政策风险。随着医改控费体系逐渐推进，中成药集采提速扩面向纵深化发展，若公司在后续集采情况不利，会对公司整体营业收入造成不利影响。

原材料价格波动风险。中药材价格受多种客观因素影响较大，会带来较大的原材料波动，会对公司的成本造成不利影响。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,282	7,703	8,625	9,683	10,900
营业收入	8,282	7,703	8,625	9,683	10,900
营业成本	4,844	4,251	4,805	5,274	5,798
营业税金及附加	72	75	84	94	106
销售费用	2,433	2,433	2,674	3,050	3,401
管理费用	379	314	397	436	491
研发费用	70	71	69	77	87
财务费用	38	10	8	8	11
其他收益	129	118	120	122	120
资产减值损失	(68)	(66)	(8)	(8)	(10)
信用减值损失	(43)	(53)	(11)	(13)	(14)
资产处置收益	15	1	1	1	1
公允价值变动收益	11	1	0	0	0
投资收益	6	17	17	17	17
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	497	568	707	864	1,121
营业外收入	3	6	3	4	5
营业外支出	23	11	11	11	11
利润总额	477	564	699	857	1,115
所得税	92	109	135	166	216
净利润	385	454	564	691	899
少数股东损益	2	9	7	9	12
归母净利润	383	445	557	682	887
EBITDA	618	656	793	948	1,170
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.51	0.59	0.74	0.90	1.17

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,766	7,031	8,434	9,866	10,787
货币资金	1,658	1,493	2,588	2,905	3,270
应收账款	2,437	2,551	2,480	3,437	3,527
应收票据	142	183	180	228	232
存货	1,681	1,688	1,951	2,068	2,400
预付账款	244	136	294	178	341
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	605	980	941	1,051	1,018
非流动资产	2,666	2,534	2,563	2,532	2,572
长期投资	321	320	320	320	320
固定资产	1,168	1,083	967	851	734
无形资产	356	312	259	205	151
其他长期资产	821	820	1,018	1,157	1,366
资产合计	9,432	9,565	10,997	12,398	13,358
流动负债	3,889	3,644	3,867	4,791	5,242
短期借款	913	725	875	1,140	1,441
应付账款	693	665	707	836	898
其他流动负债	2,283	2,254	2,284	2,815	2,902
非流动负债	401	445	446	445	358
长期借款	60	108	108	108	20
其他长期负债	341	337	339	338	338
负债合计	4,289	4,089	4,313	5,236	5,600
股本	758	758	757	757	757
少数股东权益	159	179	186	195	206
归属母公司股东权益	4,983	5,297	6,499	6,967	7,552
负债和股东权益合计	9,432	9,565	10,997	12,398	13,358

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	385	454	564	691	899
折旧摊销	244	215	216	217	176
营运资金变动	(296)	(104)	(285)	(430)	(418)
其他	(80)	(208)	(47)	8	(17)
经营活动现金流	254	356	447	486	640
资本支出	(102)	(65)	(206)	(206)	(206)
投资变动	(214)	(280)	0	0	0
其他	81	6	18	18	18
投资活动现金流	(235)	(339)	(188)	(188)	(188)
银行借款	232	(140)	150	265	214
股权融资	(205)	47	644	(214)	(302)
其他	42	(110)	41	(33)	1
筹资活动现金流	68	(202)	835	19	(88)
净现金流	87	(185)	1,095	317	365

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	0.3	(7.0)	12.0	12.3	12.6
营业利润增长率(%)	(21.6)	14.4	24.3	22.2	29.8
归属于母公司净利润增长率(%)	(24.5)	16.0	25.3	22.4	30.1
息税前利润增长率(%)	(8.7)	18.0	30.6	26.7	35.9
息税折旧前利润增长率(%)	1.8	6.1	20.8	19.6	23.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(24.5)	16.0	25.3	22.4	30.1
获利能力					
息税前利润率(%)	4.5	5.7	6.7	7.5	9.1
营业利润率(%)	6.0	7.4	8.2	8.9	10.3
毛利率(%)	41.5	44.8	44.3	45.5	46.8
归母净利润率(%)	4.6	5.8	6.5	7.0	8.1
ROE(%)	7.7	8.4	8.6	9.8	11.7
ROIC(%)	4.8	5.6	6.0	6.9	8.6
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
流动比率	1.7	1.9	2.2	2.1	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.8	3.1	3.4	3.3	3.1
应付账款周转率	12.5	11.3	12.6	12.6	12.6
费用率					
销售费用率(%)	29.4	31.6	31.0	31.5	31.2
管理费用率(%)	4.6	4.1	4.6	4.5	4.5
研发费用率(%)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
财务费用率(%)	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.5	0.6	0.7	0.9	1.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.5	0.6	0.6	0.8
每股净资产(最新摊薄)	6.6	7.0	8.6	9.2	10.0
每股股息	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	33.4	28.8	23.0	18.7	14.4
P/B(最新摊薄)	2.6	2.4	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	16.5	23.2	14.3	11.8	9.5
价格/现金流(倍)	50.4	35.9	28.6	26.3	20.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

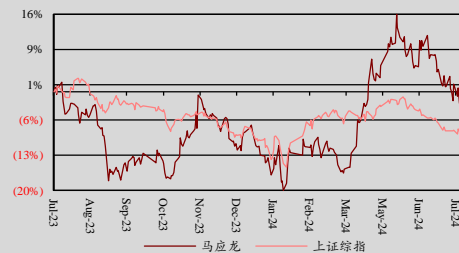
600993.SH

买入

市场价格:人民币 25.77

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5.6	(10.8)	4.3	(3.7)
相对上证综指	6.3	(7.1)	7.2	4.6

发行股数(百万)	431.05
流通股(百万)	430.31
总市值(人民币 百万)	11,108.26
3个月日均交易额(人民币 百万)	176.55
主要股东	
中国宝安集团股份有限公司	29.27

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2024年7月10日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 中药 II

证券分析师: 刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

联系人: 薛源

yuan.xue_sh@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122110008

马应龙

创新产业布局, 打造企业新增长点

公司聚焦肛肠治疗领域, 以肛肠及下消化道领域为核心定位, 形成了品牌、品质、价格、服务等多方面的竞争优势。依托肛肠领域的品牌影响力, 公司深耕肛肠全产业链, 实施向肛肠健康方案提供商的转型升级, 创新产业布局, 同时推动公司大健康产品业务拓展, 为企业打造创新增长点。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 聚焦肛肠治疗领域, 核心产品市占率常年位居第一。公司治疗类产品常年聚焦肛肠治疗领域。根据观研天下数据, 2023年痔疮药品零售市场销售量的占有率高达48%, 市场占有率位居行业第一。产品布局完善, 为患者提供包括内服与外用类产品, 多样化产品满足不同渠道与患者的多样化需求。
- 积极丰富公司产品序列, 拓展公司大健康产业规模。公司依托历史悠久的眼药名方, 大力拓展眼霜等护肤产品, 推动老字号企业开拓创新。公司瞄准年轻群体, 在眼科领域推出马应龙八宝眼膏, 皮肤科推出龙珠软膏两款核心产品, 积极拓展大健康领域布局。
- 打造肛肠诊疗完整布局, 构建肛肠健康生态圈。公司着重诊疗布局, 医疗服务平台价值提升。通过提升直营医院经营质量、加快布局肛肠诊疗中心共建、建设肛肠领域线上学术交流平台等方式, 公司已构建起医院、诊疗中心、云平台三位一体的诊疗体系, 在肛肠治疗领域奠定坚实基础。

投资建议

- 预期公司2024-2026年归母净利润分别为5.27亿元、6.22亿元、7.58亿元, EPS分别为1.22元、1.44元和1.76元, 当前股价对应的PE为21.1倍、17.9倍、14.7倍, 首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 治疗类行业竞争风险, 转型成果不及预期风险, 集采政策带来价格波动风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	3,532	3,137	3,525	3,981	4,489
增长率(%)	4.4	(11.2)	12.4	12.9	12.7
EBITDA(人民币 百万)	577	465	579	676	818
归母净利润(人民币 百万)	479	443	527	622	758
增长率(%)	3.1	(7.5)	18.8	18.1	21.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.11	1.03	1.22	1.44	1.76
市盈率(倍)	23.2	25.1	21.1	17.9	14.7
市净率(倍)	3.2	3.0	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA(倍)	13.7	16.6	14.4	11.7	9.2
每股股息(人民币)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
股息率(%)	1.5	1.7	1.6	1.6	1.6

资料来源:公司公告, 中银证券预测

“守正出奇”立体布局，焕发百年老字号新活力

马应龙药业集团股份有限公司创始于公元1582年，以有440年历史的传统“八宝名方”为基础，成功研发并推出了众多主导产品，包括八宝眼膏、马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、龙珠软膏、八宝眼霜等。公司拥有超过100个国药准字药品文号和400多个大健康产品SKU，形成了“1+4+X”的产品格局，即以肛肠类为核心，眼科类、皮肤类、妇科类、精神肿瘤类为支柱，同时向多个大健康品类为延伸。

目前，马应龙已经形成了医药工业、医疗服务、医药商业三大领域的立体布局，旨在构建完善的医疗服务体系。公司遵循“目标客户一元化，服务功能多元化”的发展策略，致力于为客户提供专业化、个性化、多样化的肛肠健康解决方案。通过大力发展大健康产业，公司已经形成了集医药工业、大健康、医疗服务、医药商业四大业务板块于一体的集团型企业结构。

公司依托其在肛肠领域的品牌影响力和产品产业结构优势，积极拓展医疗服务，大力发展大健康产业。目前，公司已拥有60余家直营专科医院和共建肛肠诊疗中心，为大健康产业提供强大的支撑。其大健康产品涵盖功能性护肤品、功能性护理品、功能性食品、肛肠健康产品四大类，满足消费者多样化的健康需求。

在品牌经营方面，公司坚持主导战略，通过一系列“守正出奇”的策略成功塑造了“国药网红”的品牌形象，使这一四百年老字号品牌保持年轻活力。连续18年入选“中国500最具价值品牌”榜单，进一步证明了公司强大的品牌影响力和市场地位。

图表 64. 公司主要产品介绍

产品种类	功能主治	治疗领域	2023年销售量	产品图片
马应龙麝香痔疮膏	清热燥湿，活血消肿，去腐生肌。用于湿热瘀阻所致的痔疮、肛裂，症见大便出血，或疼痛、有下坠感；亦用于肛周湿疹。	肛肠痔疮	12,942.28 万支	
麝香痔疮栓	清热解毒，消肿止痛，止血生肌。用于大肠热盛所致的大便出血、血色鲜红、肛门灼热疼痛；各类痔疮和肛裂见上述证候者。	肛肠痔疮	24,023.40 万粒	
地奥司明片	治疗与静脉淋巴功能不全相关的各种症状（腿部沉重，疼痛，晨起酸胀不适感）；治疗痔急性发作有关的各种症状	肛肠痔疮	17,472.94 万片	
龙珠软膏	适用于清热解毒、消肿止痛、祛腐生肌，治疗疮疖、红肿热痛及轻度烫伤。	皮肤	492.84 万支	
痔疮消炎片	清热解毒，润肠通便。用于止血，止痛，消肿。用于痔疮发炎肿痛。	肛肠痔疮	10,533.50 万片	
马应龙八宝眼膏	清热退赤，止痒去翳。用于风火上扰所致的眼睛红肿痛痒，流泪	眼科	61.28 万支	
金玄痔科熏洗散	消肿止痛、祛风燥湿。用于痔疮术后、炎性外痔所致的肛门肿胀、疼痛，中医辨证为湿热壅滞证	肛肠痔疮	498.27 万袋	

资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

医药工业：核心产品引领肛肠治疗领域，眼科皮肤科产品丰富大健康产品序列

产品起源历史悠久，疗效显著。马应龙创始于1582年，以眼药起家，始终秉持专业与创新并重的经营理念。公司以八宝名方为基础，结合消费者的使用反馈，成功研发了多款核心产品如马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、龙珠软膏和马应龙八宝眼霜等。公司根据当时的市场竞争状况，选择聚焦肛肠领域，经过多年深耕，逐步构建了肛肠细分市场优势地位。

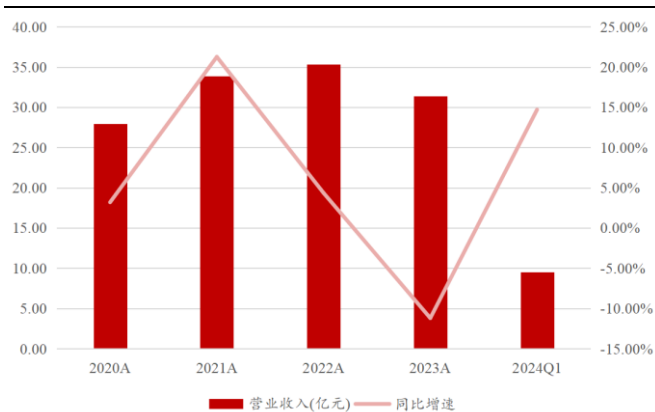
肛肠市场前景广阔，核心产品的市占率位居行业第一。肛肠治疗市场持续增长的态势，主要得益于痔疮发病人群的庞大。据中国青年报数据，我国痔疮发病人群或达5亿，其中老年人、久坐者、司机、孕妇等均为痔疮的高危人群。庞大的患者基数为肛肠治疗市场提供了广阔的发展空间。2016至2022年，我国痔疮治疗领域的市场规模以6.55%的复合增长率持续扩大。其中，中成药市场规模占据主导地位，在2022年达到42.18亿元，占比高达84.82%。根据观研天下数据，马应龙的2023年痔疮药品零售市场销售量的占有率高达48%，占据约21%的份额。据公司2023年报，麝香痔疮栓、迈之灵片等产品占据15%以上的市场份额，共同占据超半数以上的市场空间。近十年公司治疗类产品的平均毛利率维持在71%以上。

主动优化企业产品序列，力主推动公司大健康产业发展。在肛肠治疗领域之外，公司积极推动产品在眼科领域与皮肤科领域的运用，丰富产品序列。自2009年起，公司通过推出马应龙八宝眼膏，开始逐步在眼科和皮肤科领域布局，逐渐丰富公司产品。目前公司眼科主营产品为八宝眼膏，皮肤科主营产品为龙珠软膏。公司围绕肛肠健康、眼科健康、皮肤健康等领域，积极拓展大健康业务，基于“械食卫妆消”全面涵盖功能性化妆品、功能性护理品、功能性食品、消械产品四大类。同时公司聚焦重点品类，持续拓展大健康业务，开发升级大健康产品80余个。2023年，马应龙的眼部健康产品销售收入实现稳定增长，其中马应龙八宝系列产品同比增长15%。

公司2023年主营产品毛利率维持在高水平，其中治疗类产品毛利率为71.08%，皮肤类产品为69.20%，眼科类产品为80.63%。然而，受公司策略、政府政策、市场环境变动等因素影响，三类产品销量相较去年有所下降。其中治疗药品主要受渠道调整、主动优化渠道库存等影响，营收同比减少。主要产品中，马应龙麝香痔疮膏销量同比减少9.54%，麝香痔疮栓销量同比减少14.59%，龙珠软膏销量同比减少18.46%，马应龙八宝眼膏销量同比减少62.45%。

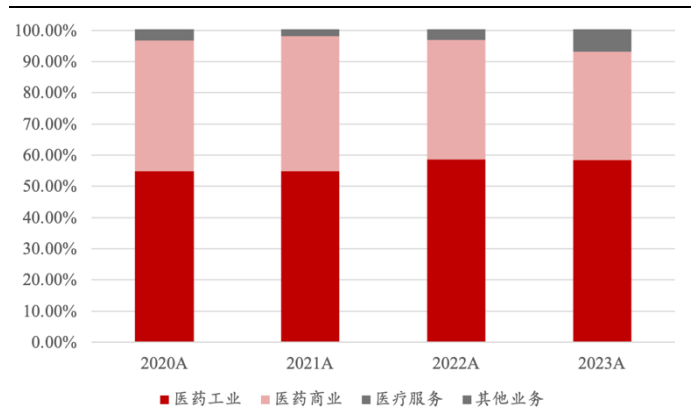
目前2024年一季度公司实现营业收入9.55亿元，同比增长14.7%；归属于上市公司股东的净利润1.98亿元，同比增长5.36%。

图表 65. 2020-2024 Q1 公司营业收入



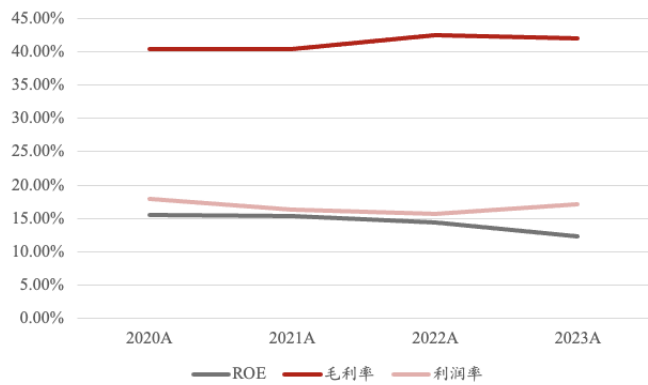
资料来源：iFinD，中银证券

图表 66. 2020-2023 年公司不同业务销售占比



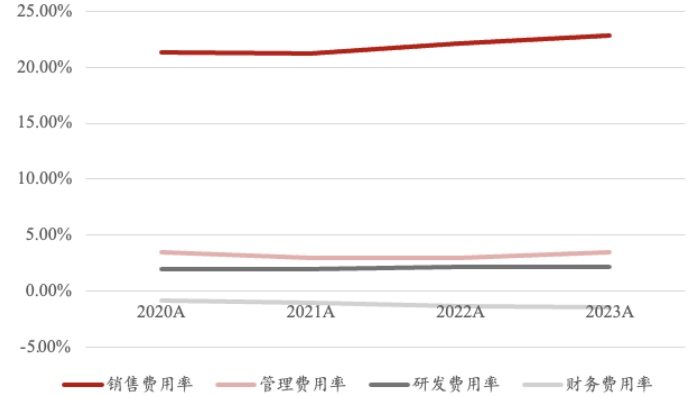
资料来源：iFinD，中银证券

图表 67. 2020-2023 年毛利率、ROE、利润率情况



资料来源：iFinD，中银证券

图表 68. 2020-2023 年公司费用率情况



资料来源：iFinD，中银证券

医药商业：优化业务结构，推进产业链资源整合，构建完整商业销售链

公司医药商业包括医药零售和医药物流两大业务。医药零售业务由旗下子公司马应龙大药房运营，以会员管理为中心，推行健康家运营模式，提升药店会员粘性和复购率，保障医药零售的盈利能力。同时，公司建立了以线下药房为基础的线上销售平台，构建线上线下双管齐下的药品销售模式。线下经营网点业务包括社区零售药房、DTP 院线药房、重症慢病定点药房等，线上渠道覆盖天猫、京东、美团等各大流量平台。在医药物流领域，公司以湖北区域市场为主，逐步辐射全国市场。其完善的医药物流体系涵盖了药品配送、医疗器械批发兼零售、物流服务等多个环节，确保药品的及时供应和高效配送。

盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

公司长期聚焦肛肠治疗领域，以肛肠及下消化道领域为核心定位，具备品牌、品质、价格、服务等多方面的竞争优势，基于公司对营销组织架构进行调整，以及产品应用场景广泛，具备一定的提价空间，预计未来治疗类产品的业绩将保持稳定增长趋势，2024-2026 年公司治疗类产品的营业收入为 15.44/17.91/20.42 亿元，毛利率可能随着集采常态化和医保支付范围扩大等影响略有下降。此外，公司积极推动产品在眼科领域与皮肤科领域的运用，丰富产品序列，大力推动大健康产业发展，我们预计其他产品 2024-2026 年的营业收入为 6.07/6.80/7.62 亿元，毛利率可能由于市场竞争加剧等影响略有下降。公司布局肛肠专科医院，结合健康云平台“小马医疗”，线上线下渠道结合，以湖北区域市场为主，逐步辐射全国市场，积极推进医疗服务领域的业务拓展，我们预计医疗服务板块 2024-2026 年的营业收入为 4.48/5.83/7.57 亿元，毛利率水平变动不大。

图表 69. 盈利预测核心假设

(单位: 百万元)		2023A	2024E	2025E	2026E
	营业收入	3,136.75	3,525.21	3,981.32	4,488.64
	增速(%)	(11.20)	12.38	12.94	12.74
	成本	1,822.07	2,024.78	2,257.04	2,528.77
	毛利率(%)	41.91	42.56	43.31	43.66
治痔类产品	收入	1,292.17	1,544.14	1,791.20	2,041.97
	增速(%)	(13.18)	19.50	16.00	14.00
	成本	373.78	463.24	537.36	612.59
	毛利率(%)	71.07	70.00	70.00	70.00
零售、批发业务	收入	1,087.71	1,087.71	1,109.47	1,131.66
	增速(%)	(19.67)	0.00	2.00	2.00
	成本	1,020.63	1,022.45	1,042.90	1,063.76
	毛利率(%)	6.17	6.00	6.00	6.00
其他产品	收入	542.30	607.38	680.26	761.89
	增速(%)	(7.31)	12.00	12.00	12.00
	成本	276.63	327.98	367.34	411.42
	毛利率(%)	48.99	46.00	46.00	46.00
医疗服务	收入	344.76	448.19	582.65	757.44
	增速(%)	33.28	30.00	30.00	30.00
	成本	297.42	389.93	506.90	658.97
	毛利率(%)	13.73	13.00	13.00	13.00
其他业务	收入	38.30	38.30	38.30	38.30
	增速(%)	9.08	0.00	0.00	0.00
	成本	7.65	7.66	7.66	7.66
	毛利率(%)	80.03	80.00	80.00	80.00
内部抵消	收入	(168.50)	(200.51)	(220.56)	(242.62)
	成本	(154.03)	(186.48)	(205.12)	(225.64)

资料来源: iFinD, 中银证券

投资建议

公司已经形成了医药工业、医疗服务、医药商业三大领域的立体布局, 我们选取同样在相似领域广泛布局的片仔癀、东阿阿胶、云南白药作为可比公司, 估值水平稍低于可比公司 PE 均值, 公司不断拓宽产业线布局, 未来发展具备成长性。预期公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.27 亿元、6.22 亿元、7.58 亿元, EPS 分别为 1.22 元、1.44 元和 1.76 元, 当前股价对应的 PE 为 21.1 倍、17.9 倍、14.7 倍, 首次覆盖, 给予**买入**评级。

图表 70. 可比公司估值表

代码	公司	股价日期 2024/07/10	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600436.SH	片仔癀	203.70	4.64	5.53	6.46	7.50	43.9	36.8	31.5	27.1
000423.SZ	东阿阿胶	57.76	1.79	2.17	2.59	3.08	32.3	26.6	22.3	18.7
000538.SZ	云南白药	51.02	2.29	2.55	2.80	3.06	22.3	19.9	18.1	16.6
	平均							27.8	24.0	20.8
600993.SH	马应龙	25.77	1.03	1.22	1.44	1.76	25.1	21.1	17.9	14.7

资料来源: iFinD, 中银证券 (可比公司数据来源于同花顺一致预期)

风险提示

治痔类行业竞争风险。目前, 公司竞争对手数量逐渐增加, 同时核心技术产品发明专利已于 2022 年 10 月到期。后续存在核心产品遭受新产品挑战, 整体市占率下降的风险。

转型成果不及预期风险。公司自推出八宝眼膏以来持续推动产品阵列的丰富与转型, 后续投入眼科与皮肤科的产品存在收入不及预期, 影响公司大健康产业发展的风险。

集采政策带来价格波动风险。受到集采政策影响, 目前中成药类产品均有不同程度降价。公司部分产品中标, 在整体药品降价的背景下, 会对公司的业绩造成不利影响。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,532	3,137	3,525	3,981	4,489
营业收入	3,532	3,137	3,525	3,981	4,489
营业成本	2,034	1,822	2,025	2,257	2,529
营业税金及附加	26	24	27	31	35
销售费用	781	715	793	876	961
管理费用	105	110	102	125	121
研发费用	78	69	71	80	85
财务费用	(46)	(44)	(38)	(43)	(49)
其他收益	19	20	18	18	22
资产减值损失	(4)	(13)	(8)	(8)	(10)
信用减值损失	(16)	(8)	(11)	(13)	(14)
资产处置收益	0	1	1	1	1
公允价值变动收益	(38)	6	0	0	0
投资收益	40	91	91	91	91
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	556	537	635	745	897
营业外收入	6	0	0	0	0
营业外支出	2	12	12	12	12
利润总额	559	525	623	734	885
所得税	79	73	87	102	117
净利润	480	452	536	631	768
少数股东损益	1	9	9	9	10
归母净利润	479	443	527	622	758
EBITDA	577	465	579	676	818
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.11	1.03	1.22	1.44	1.76

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,226	3,772	4,073	4,402	5,094
货币资金	2,494	2,988	2,898	3,350	3,702
应收账款	247	246	309	318	388
应收票据	72	34	86	49	103
存货	336	273	363	366	453
预付账款	68	53	82	69	100
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,008	176	336	250	347
非流动资产	832	1,058	1,155	1,285	1,403
长期投资	151	153	153	153	153
固定资产	331	303	263	222	182
无形资产	37	90	81	72	64
其他长期资产	312	512	658	838	1,005
资产合计	5,058	4,830	5,227	5,687	6,497
流动负债	858	681	829	823	1,041
短期借款	88	46	0	0	0
应付账款	151	210	94	271	159
其他流动负债	619	425	735	552	882
非流动负债	581	279	165	172	169
长期借款	400	100	0	0	0
其他长期负债	181	179	165	172	169
负债合计	1,439	960	994	995	1,209
股本	431	431	431	431	431
少数股东权益	123	132	141	150	161
归属母公司股东权益	3,496	3,738	4,092	4,542	5,127
负债和股东权益合计	5,058	4,830	5,227	5,687	6,497

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	480	452	536	631	768
折旧摊销	88	90	91	84	84
营运资金变动	(48)	198	(195)	116	(122)
其他	(179)	(136)	(120)	(140)	(139)
经营活动现金流	342	604	312	692	591
资本支出	(75)	(248)	(206)	(206)	(206)
投资变动	(581)	615	0	0	0
其他	37	81	87	94	91
投资活动现金流	(619)	448	(119)	(112)	(115)
银行借款	400	(342)	(146)	0	0
股权融资	(318)	(258)	(172)	(172)	(172)
其他	96	21	35	45	49
筹资活动现金流	178	(579)	(283)	(128)	(124)
净现金流	(99)	473	(90)	452	352

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	4.4	(11.2)	12.4	12.9	12.7
营业利润增长率(%)	1.0	(3.4)	18.3	17.4	20.3
归属于母公司净利润增长率(%)	3.1	(7.5)	18.8	18.1	21.8
息税前利润增长率(%)	8.9	(23.2)	30.0	21.5	23.8
息税折旧前利润增长率(%)	9.6	(19.4)	24.5	16.9	20.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	3.1	(7.5)	18.8	18.1	21.8
获利能力					
息税前利润率(%)	13.8	12.0	13.8	14.9	16.3
营业利润率(%)	15.7	17.1	18.0	18.7	20.0
毛利率(%)	42.4	41.9	42.6	43.3	43.7
归母净利润率(%)	13.6	14.1	14.9	15.6	16.9
ROE(%)	13.7	11.9	12.9	13.7	14.8
ROIC(%)	9.9	7.8	9.6	10.6	11.8
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.5)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
流动比率	4.9	5.5	4.9	5.3	4.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	19.0	12.7	12.7	12.7	12.7
应付账款周转率	25.4	17.4	23.2	21.8	20.9
费用率					
销售费用率(%)	22.1	22.8	22.5	22.0	21.4
管理费用率(%)	3.0	3.5	2.9	3.1	2.7
研发费用率(%)	2.2	2.2	2.0	2.0	1.9
财务费用率(%)	(1.3)	(1.4)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.1	1.0	1.2	1.4	1.8
每股经营现金流(最新摊薄)	0.8	1.4	0.7	1.6	1.4
每股净资产(最新摊薄)	8.1	8.7	9.5	10.5	11.9
每股股息	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	23.2	25.1	21.1	17.9	14.7
P/B(最新摊薄)	3.2	3.0	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	13.7	16.6	14.4	11.7	9.2
价格/现金流(倍)	32.5	18.4	35.6	16.1	18.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

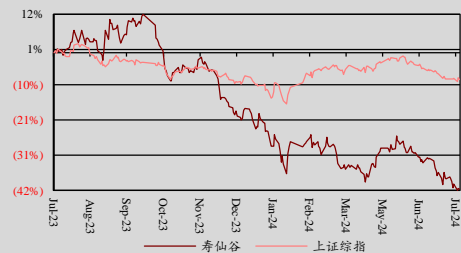
603896.SH

增持

市场价格:人民币 22.30

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(30.7)	(13.6)	(11.3)	(42.6)
相对上证综指	(30.0)	(9.9)	(8.4)	(34.4)

发行股数(百万)	198.24
流通股(百万)	198.24
总市值(人民币 百万)	4,420.83
3个月日均交易额(人民币 百万)	71.22
主要股东	
浙江寿仙谷投资管理有限公司	28.1

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2024年7月10日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 中药 II

证券分析师: 刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

联系人: 薛源

yuan.xue_sh@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122110008

寿仙谷

收入短期承压, 核心工艺领先行业

公司聚焦于灵芝孢子粉类与铁皮石斛类产品, 独创灵芝破壁工艺与孢子粉去壁技术领先于行业。公司积极推动市场销售体系改革, 推动研发管线进程, 始终保持产品较高毛利水平, 未来随着消费渠道拓宽和品牌力不断提升, 收入端有望得到提升。首次覆盖, 给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **加大研发投入, 独创核心工艺与育种技术领先行业。**截至2023年, 公司国内外累计授权专利15项, 灵芝破壁技术与孢子粉去壁技术相关产品成功授权10项国外发明专利, 发表论文21篇, 其中SCI论文8篇。3个项目成功获批国家重点研发计划项目。
- **保健食品行业蓬勃发展, 政策环境利好公司发展。**据国家统计局公布的人口数据显示, 2022年末中国65周岁以上人口达到2.1亿, 占比14.9%, 人口老龄化程度逐步加深。根据中商产业研究院发布的《2024-2029年中国保健食品行业调查及发展前景分析报告》中数据, 2023年保健食品销售额约为720亿元, 保健品在中老年人群中的需求旺盛, 同时, 年轻群体正逐渐成为营养健康食品的消费主力, 我们预计保健食品市场规模未来将持续扩大, 利好公司后续市场规模的扩张。
- **深耕行业多年, 公司推动销售渠道改革。**受到经济环境影响, 公司2023年利润受到较大压力。公司持续推进营销中心机制改革, 并进一步推进品牌建设与市场监管。2024年一季度已实现收入端和利润端双增长, 营业收入达2.21亿元, 同比增长7.15%, 归母净利润0.77亿元, 同比增长23.19%, 扭转了负增长形势。

投资建议

- 预期公司2024-2026年归母净利润分别为2.76亿元、3.06亿元、3.43亿元, EPS分别为1.39元、1.54元和1.73元, 当前股价对应的PE为16.0倍、14.5倍、12.9倍, 首次覆盖, 给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 受国内外经济影响风险, 科研投入和育种不及预期风险, 销售改革风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	829	784	879	984	1,099
增长率(%)	8.1	(5.4)	12.1	11.9	11.7
EBITDA(人民币 百万)	319	288	335	397	397
归母净利润(人民币 百万)	278	254	276	306	343
增长率(%)	38.3	(8.4)	8.5	10.8	12.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.40	1.28	1.39	1.54	1.73
市盈率(倍)	15.9	17.4	16.0	14.5	12.9
市净率(倍)	2.3	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA(倍)	22.0	20.0	10.9	8.9	8.6
每股股息(人民币)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
股息率(%)	1.1	1.2	1.9	2.1	2.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

深耕名贵中药材领域多年，核心技术在行业领先优势

寿仙谷专注中国灵芝和铁皮石斛行业，自其清宣统元年（1909年）创立以来，便深耕于名贵中药材领域。公司致力于铁皮石斛、灵芝、西红花等珍稀名贵中药材的优良品种选育、生态有机栽培、中药炮制技艺，以及新产品的研发，旨在推动有机国药的发展，打造“有机国药第一品牌”。作为《中医药-灵芝》及《中医药-铁皮石斛》两项国际标准主导制定单位，以及为国家铁皮枫斗质量标准制定单位，寿仙谷在行业内展现出领导地位。

寿仙谷建立全产业链发展模式，包括中药育种、种植及栽培、标准制定、灵芝孢子粉破壁去壁工艺、铁皮石斛种植区位、原材料供给等方面，其灵芝、铁皮石斛基地已通过中国、欧盟、美国、日本有机产品四重认证，以及国家生态原产地产品认证、道地药材认证、中药材基地三无一全认证。

公司产品主要聚焦于灵芝孢子粉类与铁皮石斛类两类产品。在2021年至2023年期间，公司主要产品销售收入合计占主营业务收入的比重分别为86.66%、86.68%和85.71%。其中灵芝孢子粉类产品作为核心产品，收入占公司主营业务收入的比重分别为70.51%、70.87%和69.27%。

图表 71. 公司产品主要概况

产品类别	
灵芝孢子粉（破壁）	
破壁灵芝孢子粉	
灵芝孢子粉类	
破壁灵芝孢子粉片	
铁皮石斛类	
其它类	
农副产品	
日化产品	
	

资料来源：公司官网，中银证券

公司在育种与工艺方面具有行业领先的优势。公司自主选育的“仙芝1号”、“仙芝2号”、“仙芝3号”灵芝，均通过浙江省非主要农作物品种审定，具有抗逆性强、高产、高活性成分等特点。此外，“仙斛1号”、“仙斛2号”、“仙斛3号”表现出高成活率、强抗逆、高产量的特点，获得了业界的广泛认可。工艺技术方面，公司针对灵芝新品种选育和生态高效栽培及精深加工关键技术与产业化项目，荣获浙江省科学技术奖二等奖等多项荣誉。其铁皮石斛新品种选育高技术产业化示范工程更是被列为国家高技术产业发展项目，其寿仙谷品牌石斛产品亦被中国中药协会评为“中国好石斛”。在灵芝破壁工艺领域，公司凭借独创的“四低一高”超音速低温气流破壁技术，明显提升破壁率，并有效避免了传统方法的重金属污染和物料氧化等问题，极大提高了产品的安全性。此外，公司基于此方法发明的孢子粉去壁技术可以精准实现有效成分和去壁后的壁壳的进一步分离，极大地提高了产品中灵芝多糖和灵芝三萜等有效成分的含量，进一步增强了产品的活性和药效。“苦味灵芝孢子粉”“去壁灵芝孢子粉、颗粒”和“去壁灵芝孢子粉片”系列核心技术成功授权欧、美、日、韩、南非共计10项国外发明专利。

传统保健食品行业蓬勃发展，灵芝、石斛受中老年群体欢迎。随着健康意识的日益提高，传统保健食品行业在中国大健康市场呈现出蓬勃发展的态势。根据中商产业研究院的《2024-2029年中国保健食品行业调查及发展前景分析报告》中数据，2023年保健食品销售额约为720亿元，显示市场较大空间和发展潜力。值得注意的是，大健康市场的繁荣不仅仅局限于特定人群。随着消费者需求的多样化，保健食品的消费群体正逐渐扩大，年轻人群正迅速崛起成为这一领域的消费主力。灵芝，作为中国传统珍稀药材，受到中高收入群体以及中老年人群的欢迎。根据人民网数据，2022年中国灵芝市场规模达到215亿元，其中灵芝孢子粉类产品占50%以上，灵芝孢子粉的产值已超过100亿元。铁皮石斛则是中国传统药材，具有益胃生津、滋阴清热的功效，能提高人体免疫力，主要受到中老年群体的欢迎。

短期内业绩承压，销售渠道改革初见成效

公司主营业务常年保持高毛利率，为公司带来丰厚稳定利润。近五年公司毛利率持续保持在82%以上。根据公司年报披露数据，灵芝孢子粉类产品作为公司核心产品线，近三年该产品毛利率稳定在88%左右，2023年灵芝孢子粉类产品收入占公司总营收的近70%。另外，近三年铁皮石斛类产品的毛利率也维持在77%的较高水平，公司盈利能力较为出色。

但在2023年，受国内经济增速放缓以及消费升级不及预期等因素的影响，公司短期业绩承受下行压力。2023年度，公司实现营业收入7.84亿元，同比下降5.39%；实现归属于上市公司股东的净利润2.54亿元，同比下降8.39%。

公司采取了多项措施以推动公司市场营销改革。首先，公司推动营销中心的改革，将战略重点转向“营销兴企”，通过重组营销中心管理部门来巩固和完善“名医、名药、名店”的销售模式，确保销售基本盘的稳定。同时，公司积极创新线上线下营销方式，拓展销售新渠道，并启动寿仙谷营销数字化项目，以推进市场一体化。品牌推广方面，公司采取多项举措如强化品牌商标的方式巩固行业地位。“寿仙谷”商标以842的品牌强度和15.36亿元的品牌价值，位列全国医药健康行业第29名。此外，公司不断完善市场监管机制，研究并出台了《关于加大市场监管和处罚力度的通知》，加强防窜系统建设，推广产品销售三方合同，并引入经销商价格监管机制，以日趋完善产品的市场价格管理。

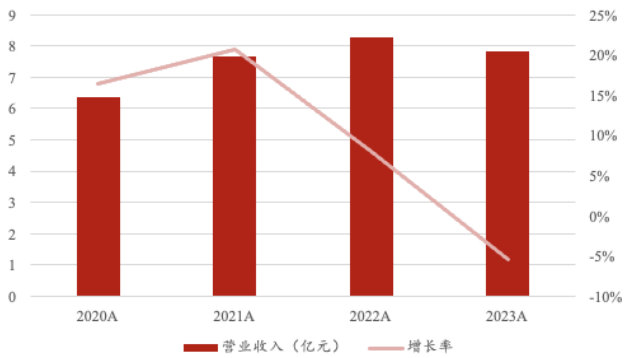
目前，改革措施已初见成效。公司2024年第一季度实现营业收入2.21亿元，同比增长7.15%；实现归属于上市公司股东的净利润7713万元，同比增长了23.19%，成功扭转了2023年负增长的趋势，展现出公司强大的市场适应能力和持续发展的潜力。

图表 72. 公司 2021-2023 年主营产品收入

公司名称	2023		2022		2021	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
灵芝孢子粉(破壁)	12,820.23	16.64	14,540.35	17.78	15,738.29	20.71
破壁灵芝孢子粉	24,394.49	31.67	25,999.42	31.80	22,137.39	29.13
破壁灵芝孢子粉颗粒	13,769.27	17.87	13,656.56	16.70	12,339.89	16.24
破壁灵芝孢子粉片	2,373.86	3.08	3,749.61	4.59	3,370.94	4.44
灵芝孢子粉类产品小计	53,357.85	69.27	57,945.94	70.87	53,586.50	70.51
铁皮枫斗颗粒	9,276.74	12.04	9,136.48	11.17	8,337.63	10.97
铁皮枫斗灵芝浸膏	3,392.59	4.40	3,794.95	4.64	3,935.35	5.18
铁皮石斛类产品小计	12,669.33	16.45	12,931.43	15.81	12,272.99	16.15
其他	11,006.70	14.29	10,889.89	13.32	10,139.54	13.34
合计	77,033.88	100	81,767.25	100.00	75,999.03	100.00

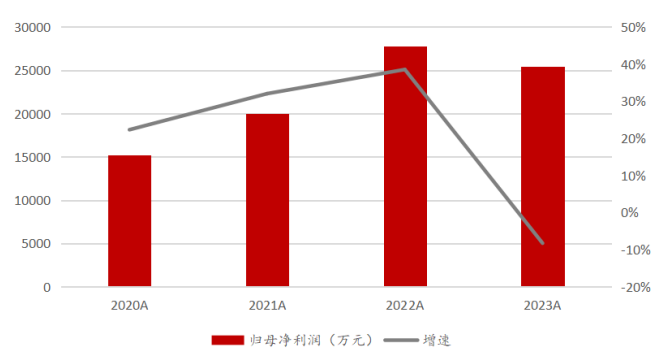
资料来源：公司公告，中银证券

图表 73. 公司 2020-2023 年营业收入及其增速



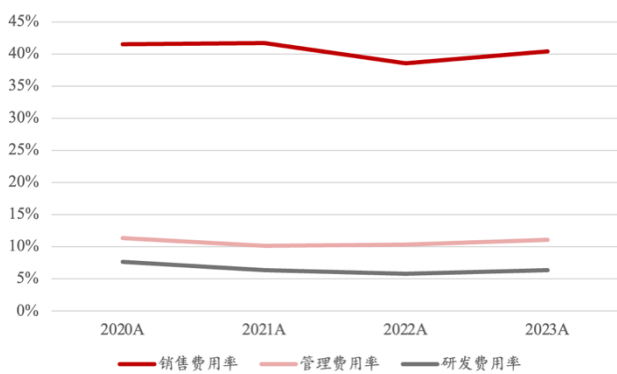
资料来源：公司公告，中银证券

图表 74. 公司 2020-2023 年归母净利润及其增速



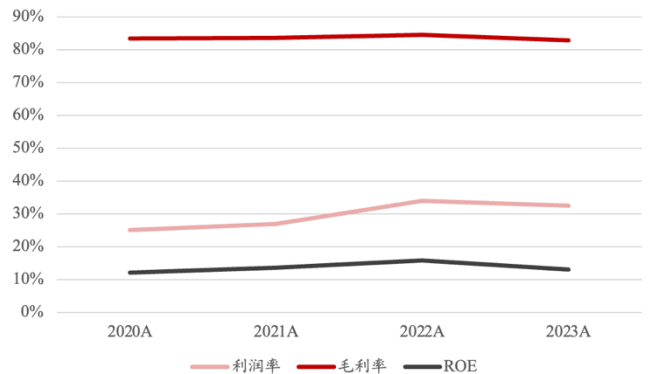
资料来源：公司公告，中银证券

图表 75. 公司 2020-2023 年费用率情况



资料来源：iFinD，中银证券

图表 76. 公司 2020-2023 年利润率、ROE 等情况



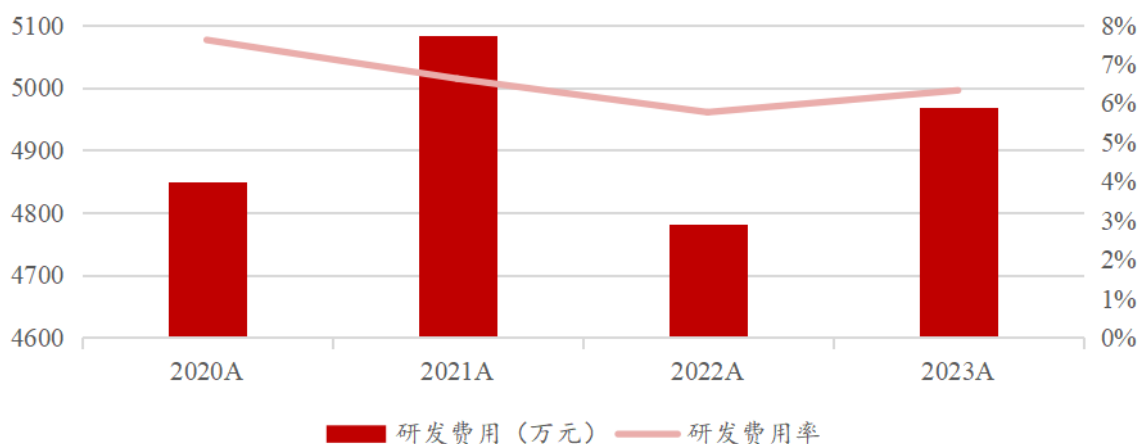
资料来源：iFinD，中银证券

持续加大产品研发，数智化建设成效初显

公司坚持不断加大研发投入，多项品种近期获得授权。2023 年公司研发费用占营业收入的比例达 6.33%，研发工作主要聚焦于技术工艺的改良、新菌种的选育、新品种的开发、生产设备的改进、以及药理药效研究及临床研究等方面。在 2023 年，公司取得多项科研成果。其中包括寿仙谷牌红曲绞股蓝灵芝胶囊等 4 款保健食品获批以及国内外累计授权专利 15 项。同时，公司发表论文 21 篇，其中 SCI 论文 8 篇。此外，3 个项目成功获批国家重点研发计划项目。为巩固其行业优势，公司加强平台建设和产学研合作，并持续推进标准制订与应用。

推进生产质量发展，公司数智化建设成效初显。2023 年公司按计划如期完成了产能拓展项目，包括“年产 2750 万袋粉剂、3100 万袋颗粒剂、44000 万片片剂、5000 万粒胶囊剂高质量中药产品智能化制剂生产线扩建项目”等，这些产能项目均顺利通过验收。功德工程建设也在扎实推进，全链质保体系日益坚固。其中，寿仙谷灵芝、铁皮枫斗颗粒获评浙江省中药材博览会“优质产品金奖”。数智化系统建设方面，公司已有计划地展开多项工作。其中，英克系统项目已进入最后验收结项确认阶段，《寿仙谷高质量大健康产品未来工厂试点项目》入选浙江省未来工厂培育库，技术成果初步显现。

图表 77. 公司 2020-2023 年研发费用与研发费用率等情况



资料来源: iFinD, 中银证券

盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设:

公司聚焦于灵芝孢子粉类与铁皮石斛类产品, 公司推动营销中心的改革, 将战略重点转向“营销兴企”, 创新线上线下营销方式, 拓展销售新渠道。随着未来省外销售布局逐步铺开, 新产品逐渐放量, 叠加促消费政策陆续推出, 公司业绩有望得到恢复, 未来增势稳定。我们预计公司 2024-2026 年灵芝孢子粉类产品收入分别为 6.00/6.74/7.53 亿元, 同比增速为 12.50%/12.20%/11.80%, 2024-2026 年铁皮石斛类产品的收入分别为 1.39/1.53/1.69 亿元, 公司产品价格相对保持稳定, 毛利率维持稳定水平。

图表 78. 盈利预测核心假设

(单位: 百万元)		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	营业收入	784.35	878.92	983.66	1098.89
	增速(%)	(5.39)	12.06	11.92	11.71
	成本	135.53	154.60	173.40	196.82
	毛利率(%)	82.72	82.41	82.37	82.09
灵芝孢子粉类	收入	533.58	600.28	673.51	752.98
	增速(%)	(7.92)	12.50	12.20	11.80
	成本	65.06	72.03	80.82	90.36
	毛利率(%)	87.81	88.00	88.00	88.00
铁皮石斛类	收入	126.69	139.36	153.30	168.63
	增速(%)	(2.03)	10.00	10.00	10.00
	成本	27.06	29.27	32.19	35.41
	毛利率(%)	78.64	79.00	79.00	79.00
其他	收入	110.07	121.07	133.18	146.50
	增速(%)	1.07	10.00	10.00	10.00
	成本	27.84	29.06	30.63	33.69
	毛利率(%)	74.71	76.00	77.00	77.00
其他业务	收入	14.01	18.21	23.67	30.78
	增速(%)	22.89	30.00	30.00	30.00
	成本	15.57	24.24	29.76	37.36
	毛利率(%)	(11.15)	(33.10)	(25.70)	(21.38)

资料来源: iFinD, 中银证券

投资建议

公司聚焦于灵芝孢子粉类与铁皮石斛类产品，独创的灵芝破壁工艺与孢子粉去壁技术拥有全国领先水平，产品在细分赛道占据重要地位，我们选取了与公司业务相近的东阿阿胶、同仁堂、片仔癀作为可比公司，估值水平低于可比公司 PE 均值，公司不断拓宽渠道布局，未来发展具备成长性。预期公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.76 亿元、3.06 亿元、3.43 亿元，EPS 分别为 1.39 元、1.54 元和 1.73 元，当前股价对应的 PE 为 16.0 倍、14.5 倍、12.9 倍，首次覆盖，给予**增持**评级。

图表 79. 可比公司估值表

代码	公司	股价日期 2024/07/10	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000423.SZ	东阿阿胶	57.76	1.79	2.17	2.59	3.08	32.3	26.6	22.3	18.7
600085.SH	同仁堂	36.38	1.22	1.42	1.65	1.91	29.9	25.6	22.1	19.1
600436.SH	片仔癀	203.70	4.64	5.53	6.46	7.50	43.9	36.8	31.5	27.1
	平均							29.7	25.3	21.6
603896.SH	寿仙谷	22.30	1.28	1.39	1.54	1.73	17.4	16.0	14.5	12.9

资料来源：iFinD，中银证券（可比公司数据来源于同花顺一致预期）

风险提示

受国内外经济影响风险。保健食品销售受经济大环境影响较大，若后续经济下行压力大，消费升级不及预期，会对公司产品销售产生不利影响。

科研投入和育种不及预期风险。公司科研在行业投入处于领先水平。若后续科研产出不及预期，新品种灵芝与铁皮石斛育种不顺利，会对公司长期发展造成不利影响。

销售改革风险。公司推动改革以期降低销售费用率并扩展用户群体，持续进行品牌推广，若后续改革不及预期，可能不利于品牌的长期发展。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	829	784	879	984	1,099
营业收入	829	784	879	984	1,099
营业成本	129	136	155	173	197
营业税金及附加	7	9	10	11	12
销售费用	319	317	330	369	408
管理费用	86	87	86	96	108
研发费用	48	50	45	50	56
财务费用	(12)	(23)	3	(3)	(7)
其他收益	28	40	41	36	39
资产减值损失	0	0	(8)	(8)	(10)
信用减值损失	(2)	1	(11)	(13)	(14)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0
投资收益	5	4	4	4	4
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	281	255	276	306	344
营业外收入	0	3	3	3	3
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	278	255	276	306	344
所得税	0	0	0	1	1
净利润	278	254	276	306	343
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	278	254	276	306	343
EBITDA	319	288	335	397	397
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.40	1.28	1.39	1.54	1.73

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,862	1,807	1,865	1,965	2,119
货币资金	1,525	1,504	1,530	1,568	1,685
应收账款	114	91	138	118	168
应收票据	24	21	29	27	36
存货	148	158	138	214	193
预付账款	14	21	19	25	25
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	38	12	10	13	11
非流动资产	994	1,368	1,472	1,544	1,646
长期投资	64	66	66	66	66
固定资产	377	335	276	218	159
无形资产	78	311	303	295	287
其他长期资产	475	656	826	965	1,134
资产合计	2,856	3,174	3,336	3,509	3,765
流动负债	478	585	525	502	513
短期借款	273	372	275	222	200
应付账款	144	146	172	198	217
其他流动负债	61	67	78	82	96
非流动负债	473	418	449	434	442
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	473	418	449	434	442
负债合计	951	1,003	974	935	955
股本	197	202	198	198	198
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,906	2,171	2,362	2,573	2,810
负债和股东权益合计	2,856	3,174	3,336	3,509	3,765

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	278	254	276	306	343
折旧摊销	81	100	101	134	104
营运资金变动	(64)	5	9	(34)	(2)
其他	46	(45)	(5)	(5)	(12)
经营活动现金流	341	315	381	400	433
资本支出	(183)	(415)	(206)	(206)	(206)
投资变动	111	(1)	0	0	0
其他	(14)	(883)	4	4	4
投资活动现金流	(85)	(1,299)	(202)	(202)	(202)
银行借款	273	99	(97)	(53)	(22)
股权融资	(276)	225	(85)	(95)	(106)
其他	339	(34)	30	(13)	15
筹资活动现金流	336	290	(153)	(161)	(113)
净现金流	592	(694)	26	38	118

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	8.1	(5.4)	12.1	11.9	11.7
营业利润增长率(%)	35.6	(9.3)	8.5	10.8	12.3
归属于母公司净利润增长率(%)	38.3	(8.4)	8.5	10.8	12.3
息税前利润增长率(%)	29.3	(21.1)	24.8	12.3	11.7
息税折旧前利润增长率(%)	27.7	(9.8)	16.6	18.3	0.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	38.3	(8.4)	8.5	10.8	12.3
获利能力					
息税前利润率(%)	28.7	23.9	26.6	26.7	26.7
营业利润率(%)	33.9	32.5	31.4	31.1	31.3
毛利率(%)	84.4	82.7	82.4	82.4	82.1
归母净利润率(%)	33.5	32.4	31.4	31.1	31.2
ROE(%)	14.6	11.7	11.7	11.9	12.2
ROIC(%)	9.1	6.4	7.7	8.2	8.6
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
流动比率	3.9	3.1	3.6	3.9	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	8.4	7.7	7.7	7.7	7.7
应付账款周转率	5.8	5.4	5.5	5.3	5.3
费用率					
销售费用率(%)	38.5	40.4	37.5	37.5	37.1
管理费用率(%)	10.3	11.1	9.8	9.8	9.8
研发费用率(%)	5.8	6.3	5.1	5.1	5.1
财务费用率(%)	(1.5)	(2.9)	0.3	(0.3)	(0.6)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.4	1.3	1.4	1.5	1.7
每股经营现金流(最新摊薄)	1.7	1.6	1.9	2.0	2.2
每股净资产(最新摊薄)	9.6	11.0	11.9	13.0	14.2
每股股息	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	15.9	17.4	16.0	14.5	12.9
P/B(最新摊薄)	2.3	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	22.0	20.0	10.9	8.9	8.6
价格/现金流(倍)	13.0	14.0	11.6	11.0	10.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371