



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

政策为帆，赛道作桨，中医药新远航

——中医药行业投资策略报告

分析师：谭国超 (S0010521120002)

联系人：李昌幸 S0010121080070

陈珈蔚 S0010122030002

2022年3月

华安证券研究所

核心观点

中医药政策全面梳理：发展脉络清晰，2021年是政策面迎来边际向好元年

- 复盘自建国以来的中医药政策，毋庸置疑的是顶层设计对中医药的认可和鼓励是一以贯之的。在经历了4个不同的发展时期后，中医药政策的传导机制逐渐通畅、中医药发展的道路也逐步明确。2019年国务院出台的《促进中医药传承与创新发展的意见》意味着中医药发展进入传承创新发展的新时代，2020年中医药在新冠疫情中的重要作用又进一步加快了发展步伐，终于到了2021年中医药政策真正迎来爆发期，无论是医保层面还是人事层面相关的重磅政策纷纷落地。未来3-5年沿着传承与创新两条线索，可以期待多方面政策持续出台。

中医药行业全景观：中药+中医服务赛道发展正当时

- 中医大健康历史悠久，独具中国特色，是医疗健康服务行业的重要子赛道。预计到2030年中医产业规模将达到22420亿元人民币，2019年-2030年 CAGR11.3%。其中中药和中医诊断、治疗服务是中医大健康服务市场占比最高环节。
- 中药一直是中国医药产业重要组成部分，一方面是医保目录和纪要目录中中药都占据举足轻重的地位；另一方面规模上中成药、中药饮片以及中药材在经历了多年的出清和改革后，正向着规范和创新的方向发展，景气度逐渐提升。
- 中医服务2019年市场规模为2920亿元，预期到2030年规模将达到18390亿元，CAGR为18.2%，增速可期。中医诊断治疗与中药细分赛道的蓬勃发展将有效带动整个中医健康行业扬帆起航。最大驱动力来自患者端的需求拉动，中医就诊人数自2010年以来持续上升，2019年诊疗人次共计5.86亿。

核心观点

中药板块行情复盘：历经起伏迎来上行期，当前仍是医药板块高性价比赛道

- 回顾从2010年以来的中药板块收益率，2014年是重要的转折点。2014年医保控费的开始逐步强化导致此前最为受益的中药注射剂受到重创，而资本市场上也是快速做出反应，先杀估值后杀业绩的经典戴维斯双杀造就了中药板块此后的市盈率均低于整体医药板块的情况。而在政策向好下2021年中药板块表现亮眼，估值获得一定程度的修复，但从未来3年的预测PE来看，中药板块估值仍具性价比。

中医药赛道精选：政策驱动下行业发生变革，重点关注中药创新药、品牌中药、中医服务和中药配方颗粒

- 2021年是政策端爆发的元年，行业端也在发生积极变化，而其中政策支持下确定性最强的方向是中药创新药、品牌中药、中医服务和中药配方颗粒。
 - 中药创新药：2021年中药创新药迎来爆发。2021年就有12个中药新药获批，数量超过过去4年总和。不仅是在申报端中药注册分类化繁为简，创新中药单列，并且在支付端的医保谈判中中药也是优势明显、降价温和，拥有中药创新药布局的公司将脱颖而出。
 - 品牌中药：受益消费升级，医疗保健需求较快增长，品牌中药需求具备持续增长趋势，并且品牌中药拥有较高价格维护能力，核心原材料涨价+需求旺盛双轮驱动的价格提升，相关品牌中药将直接受益。
 - 中医服务：中医医疗健康服务行业规模大、增速高、尚未看到天花板；行业散乱小，竞争格局尚不明晰；需求膨胀，日常健康管理和“治未病”受到青睐；政策支持下有望迎来发展黄金期。
 - 中药配方颗粒：2021年2月中药配方颗粒试点工作宣告结束并且2021年11月份开始执行新标准，所带来的影响一方面是市场规模的快速扩容，另一方面则是标准化后的门槛增加带来成本和壁垒的提升，综合来看先前的试点企业先发优势明显将充分受益。

核心观点

• 推荐标的（已覆盖）及建议关注标的：

- **中药创新药**：新天药业（已覆盖，买入评级）、贵州三力（已覆盖，买入评级）、以岭药业（已覆盖，买入评级）、天士力、康缘药业、方盛制药等；
- **品牌中药**：同仁堂（已覆盖，买入评级）、广誉远（已覆盖，增持评级）、华润三九（已覆盖，买入评级）、健民集团（已覆盖，买入评级）、片仔癀（已覆盖，买入评级）、云南白药（已覆盖，增持评级）、济川药业、羚锐制药、寿仙谷、江中药业、佐力药业、东阿阿胶、太极集团、九芝堂、马应龙、千金药业、特一药业等；
- **中医服务**：固生堂（已覆盖，买入评级）；
- **中药配方颗粒**：华润三九（已覆盖，买入评级）、中国中药、红日药业等。

• 风险提示：

- **政策不确定性**；**原材料供应波动的不确定性**；**市场竞争程度的不确定性**；**疫情进展的不确定性**。

目录

- 1. 中医药政策全面梳理
- 2. 中医药行业全景观
- 3. 中药板块行情复盘
- 4. 中医药赛道精选
 - 4.1 中药创新药
 - 4.2 品牌中药
 - 4.3 中医服务
 - 4.4 中药配方颗粒
- 5. 投资建议
- 6. 风险提示

1.1 中医药政策变迁：不同时代下的不同使命

- 中医药源于我国传统医药学和传统文化，在数千年的发展过程中，中医药不断吸收和融合各个时期先进的科学技术和人文思想，理论体系日趋完善。不可否认的是，中医药对中华民族的繁荣发展和绵延永续发挥了重要作用。
- 自新中国成立以来，中医药的发展与政策更是息息相关。70余年的共和国历史中，中医药政策可以划分为4个发展阶段。分别是1949-1985年的科学探索阶段、1986-2002年的建制化阶段、2003-2018年的全面发展阶段以及2019年至今的深化创新阶段。
- 可以肯定的是，顶层对中医药的认可和鼓励鼓励是一以贯之的。

1949-2020年国家标志性中医药政策阶段

阶段	发文时间	标志性政策	发文机构（发文号）	主要内容或关键表述
中医科学发展探索时期	1950年	第一届全国卫生会议	中央人民政府卫生部;中国人民革命军事委员会卫生部	大会确定了“团结中西医”的卫生工作原则。毛泽东为大会题词：“团结新老中西医各部分医药卫生人员，组成巩固的统一战线，为开展伟大的人民卫生工作而奋斗。”
中医药发展建制化时期	1986年	《国务院关于成立国家中医管理局的通知》	国务院(国发[1986]79号)	进一步加强中医工作，提高中医在我国医疗卫生事业中的地位，充分发挥中医中药防病治病的作用，国务院决定成立国家中医管理局
中医药全面发展时期	2003年	《中华人民共和国中医药条例》	国务院(中华人民共和国国务院令 第374号)	中医医疗机构与从业人员；中医药教育与科研；保障措施法律责任等
中医药创新发展时期	2019年	《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央、国务院	中西医并重方针仍需全面落实，遵循中医药规律的治理体系亟待健全，中医药发展基础和人才建设还比较薄弱，中药材质量良莠不齐，中医药传承不足、创新不够、作用发挥不充分，迫切需要深入实施中医药法，采取有效措施解决以上问题

资料来源：CNKI、华安证券研究所

1.1 中医药政策变迁：不同时代下的不同使命

■ 建国后的政策脉络的两条主线：政策传导机制逐渐通畅+中医药发展的道路逐步明确

- **1949-1985年：中医药科学发展探索时期——传导机制不通畅、发展道路不清晰**
 - 新中国成立初期，各项工作百废俱兴。中医药方面，1949年中共中央卫生部下属医政处便建立中医科，到1954年中医科进一步扩大为中医司。但更多的是以领导人口号宣传形式进行推广，但实际效果有限。
 - 中西医之争是近代以来一直就存在的，但是社会对于中医药的偏见由来已久，党中央关于团结中西医的指示并没有得到很好的贯彻，中医药政策也是在曲折中探索。
- **1986-2002年：中医药建制化发展时期——政策主体清晰、发展道路不清晰**
 - 1986年国家中医药管理局的成立标志着我国中医药发展进入建制化时期，也标志着政策主体的清晰明了。中医药政策发文主体明显增多，呈现出以国务院为核心，国家中医药管理局、卫生部等多部门共同参与的特征。
 - 但政策手段仍然是以管理和监督等行政手段为主导，法律手段、经济手段和宣传教育手段的作用并不突出。中西医之辩任停留在孰是孰非之中。
- **2003-2019年：中医药全面发展时期——法规完善、非典后找到新发展道路**
 - 2003年是非典爆发之年，面对非典疫情，中药防治非典研究取得的阶段性成果。同年，《中华人民共和国中医药条例》的出台意味着从立法层面完善了中医药的法律体系。国家中医药管理局逐渐成为主要发文机关，并且领域专家和社会公众协同参与决策，整体中医药政策体系搭建完成。
 - 并且有了非典经验，条例中明确指出保护、支持、发展中医药事业，实行中西医并重的方针，鼓励中西医互相学习、互相补充、共同提高，推动中医、西医两种医学体系的有机结合，全面发展我国中医药事业，发展道路开始完善。

1.1 中医药政策变迁：不同时代下的不同使命

- 党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央强调中医药是中华民族的瑰宝，把中医药工作摆在更加突出的位置。中医药政策出台速度也开始加快。
- 从2016年2月国务院印发《中医药发展战略规划纲要(2016—2030年)》开始，一直到2018年底，根据火石创造的统计，3年时间内国家级文件中涉及中医药发展的文件就有11项之多，涵盖发展战略、法律完善、人才培养、经典名方、民族药品等多方面内容。

2016年-2019年：中医药发展图谱

时间	发文机关	名称	要点
2016.2	国务院	《中医药发展战略规划纲要(2016-2030年)》	扎实推进中医药继承，加强中医药传统知识保护和技术挖掘，中医师承教育 着力推进中医药创新，加强中医药理论创新，重大疑难疾病攻关和重大新药创制，健全中医药协同创新体系 加强中药资源保护利用 大力弘扬中医药文化 积极推动中医药海外发展，加强中医药对外交流合作
2016.12	全国人大常委会	《中华人民共和国中医药法》	第一次从法律层面明确了中医药的重要地位、发展方针和扶持措施，为中医药事业发展提供了法律保障
2016.12	国家中医药管理局	《中医药文化建设“十三五”规划》	挖掘中医药文化内涵，构建中医药文化传承体系 打造中医药文化传播平台 推动中医药健康养生文化转化创新 完善中医药文化建设机制
2017.3	国家中医药管理局	《中医药传承与创新百万人才工程(岐黄工程)实施方案》	加大经费投入，制定配套政策 推进人才与项目、平台建设结合 创新培养模式，加强团队建设 积极发挥人才作用营造良好社会氛围
2018.4	国家中医药管理局	《深化中医师承教育的指导意见》	构建师承教育与院校教育、毕业后教育和继续教育有机结合 构建贯穿中医药人才发展全过程的中医师承教育体系 基本建立内涵清晰、模式丰富、机制健全的中医师承教育制度
2018.4	国家中医药管理局	《古代经典名方目录(第一批)》	推动来源于古代经典名方的中药复方制剂稳步发展，为人民群众健康提供更好保障
2018.8	国家中医药管理局	《加强新时代少数民族医药工作的若干意见》	切实提高少数民族医药医疗服务能力 大力发展少数民族医药养生保健服务 切实加强少数民族医药人才队伍建设 扎实推进少数民族医药传承与创新 推动少数民族医药产业发展 大力弘扬少数民族医药文化 积极推动少数民族医药海外发展

资料来源：火石创造，国务院，华安证券研究所

1.2 新时代：聚焦中医药传承创新发展

- **2019年：**《促进中医药传承创新发展的意见》成为产业发展纲领，各地方纷纷响应
 - **2019年10月**，国务院出台《促进中医药传承与创新发展的意见》，内容包括健全中医药服务体系、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用、大力推动中药质量提升和产业高质量发展、加强中医药人才队伍建设、改革完善中医药管理体制机制等，明确了中医药传承创新发展的目标方向和具体举措。并且云南、广东、四川、广西壮族自治区等地方政府也迅速响应，结合各地方特色出台相应的措施推动当地中医药产业发展。
- **2020年：**中医药在新冠疫情中成为中流砥柱，传承创新发展步伐加速
 - 2020年初，在抗击新冠肺炎疫情的战斗中，中西医发挥所长，协同救治。正是疫情下中医药的突出贡献，推动了传承创新发展步伐加速。**2020年9月27日**，《中药注册分类及申报资料要求》进行重大更新，更新后的**2020版中药注册分类**中，中药创新药被单列作为第一大类。
(中药创新药：指处方未在国家药品标准、药品注册标准及国家中医药主管部门发布的《古代经典名方目录》中收录，具有临床价值，且未在境外上市的中药新处方制剂。)
- **万事具备，2021年的政策爆发是水到渠成、顺理成章。**

1.2 新时代：聚焦中医药传承创新发展

• 2021年：迎来中医药政策落地爆发期

- 经过多年的发展与探索，2021年迎来了中医药政策落地爆发期。并且国家对中医药支持政策已由顶层设计逐步过渡到落地执行阶段，具有较强的连贯性，符合《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》中提到的“中药传承创新发展迈出新步”的主要发展目标，释放出强烈地积极信号。

2021年中医药政策汇总

文件	发布时间	发布部门	主要内容
《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	2021.02.09	国务院	《措施》指出：1.夯实中医药人才基础；2.提高中药产业发展活力；3.增强中医药发展动力；4.完善中西医结合制度；5.实施中医药发展重大工程；6.提高中医药发展效益；7.营造中医药发展良好环境
《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	2021.02.10	国家药监局；国家中医药局；国家卫生健康委；国家医保局	中药配方颗粒的质量监管纳入中药饮片管理范畴。据此及“放管服”的要求，中药配方颗粒不实施批准文号管理，实施标准管理、备案管理，产品需向省级药品监督管理部门备案后方可上市。
《国家药监局批准颁布第一批中药配方颗粒国家药品标准》	2021.04.29	国家药监局	批准颁布了第一批中药配方颗粒国家药品标准（160个）
《推进妇幼健康领域中医药工作实施方案（2021-2025年）》	2021.04.20	国家卫生健康委；国家中医药局	目标： 1.到2022年，妇幼健康领域中医药服务网络基本建立，形成并推广一批妇幼中医药诊疗方案、中医治未病干预方案等规范。 2.到2025年，妇幼健康领域中医药服务能力明显增强，中医药服务覆盖妇女儿童全生命周期，中医药服务的氛围更加浓厚，广大妇女儿童健康需求得到更好满足。
《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展的若干措施的通知》	2021.05.13	商务部；国家中医药管理局等7部门	从完善体制机制、创新支持政策、提升便利化水平、拓展国际合作空间、加强人才培养和激励五个方面提出18条具体政策措施，着力完善发展环境，形成部门政策合力，支持国家中医药服务出口基地大力发展中医药服务贸易，推动中医药服务走向世界。
《关于推动公立医院高质量发展的意见》	2021.06.04	国务院办公厅	《意见》指出： 1.构建公立医院高质量发展新体系；2.引领公立医院高质量发展新趋势；3.提升公立医院高质量发展新效能；4.激活公立医院高质量发展新动力；5.建设公立医院高质量发展新文化；6.坚持和加强党对公立医院的全面领导；7.加强组织实施
《按古代经典名方目录管理的中药复方制剂药学研究技术指导原则（试行）》	2021.08.27	国家药监局药审中心	《指导原则（试行）》主要围绕中药3.1类的特点阐述相关要求，明确中药3.1类药学研究的四项基本原则，即“明确关键信息”“重视基样样品研究”“加强源头质量控制，保障制剂质量”“关注相关性研究，建立全过程质量控制体系”。
国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知	2021.09.23	国务院办公厅	将符合条件的中药按规定纳入医保支付范围
《国家药监局批准颁布第二批中药配方颗粒国家药品标准》	2021.10.31	国家药监局	批准颁布了第二批中药配方颗粒国家药品标准（36个）
《中医药创新团队及人才支持计划项目实施方案》	2021.10.22	国家中医药管理局	落实《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》要求，促进中医药多学科交叉创新团队建设，培养一批中青年多学科交叉创新人才
《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》	2021.11.12	国家卫生健康委办公厅；国家中医药管理局办公室	1.按照“属地化”管理原则，加强管理和监督。进一步细化中药配方颗粒临床合理规范使用措施，确保中药饮片的主体地位。2.规范医疗机构中药配方颗粒使用；3.医生在开具中药配方颗粒处方前应当告知患者。医生开具中药处方时，原则上不得混用中药饮片与中药配方颗粒；4.医疗机构应当按照中药药事管理有关规定开展中药配方颗粒的采购、验收、保管、调剂等工作，保障临床疗效和用药安全；5.建立中药配方颗粒临床应用常规监测和预警体系，定期或不定期对中药配方颗粒临床应用情况进行监测
《国家医疗保障局 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》	2021.12.30	国家医疗保障局；国家中医药管理局	《意见》指出：（1）充分认识医保支持中医药传承创新发展的重要意义；（2）将符合条件的中医医疗机构纳入医保定点；（3）加强中医药服务价格管理；（4）将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围；（5）完善适合中医药特点的支付政策；（6）强化医保基金监管

资料来源：国务院，药监局，卫健委，华安证券研究所

1.2 新时代：聚焦中医药传承创新发展

- **1.2.1 医保目录调整释放缓和信号**
- 2021年12月3日，2021版国家医保药品目录正式发布并将于2022年月1日正式启用。除了74种药品新增进入、平均降价61.71%等引人注目的信息以外，关于中药注射剂品种的政策也有所改变。丹红注射液、血栓通胶囊等品种的使用限制有所松动。
 - ✓ 丹红注射液：备注栏中“限二级以上医院使用”的字眼已经消失不见，同时其医保支付范围已恢复至药品说明书。
 - ✓ 珍宝岛公告：2021年医保目录发布后，公司血栓通胶囊、复方芩兰口服液等产品，取消了“仅限参保人员门诊使用和定点药店购药时医保基金方予支付”限制，参保患者在医疗机构住院使用也可享受医保报销政策。
- 在医保局2021年12月7日“国家医保局相关负责同志就2021年目录调整工作接受记者采访”的解读回答中，对取消限制释放缓和信号：

“自国家医保局成立以来，积极开展国家组织药品集中带量采购、药品目录准入谈判，全力推进DRG、DIP等支付方式改革，强化医保基金监管，着力提升医保信息化、智能化管理水平，全链条全系统发力，药品使用监督管理能力和水平显著提高，在说明书之外再对药品支付范围进行限定的必要性已大幅降低。同时，越来越多的医务人员和患者反映，医保药品支付范围限定逐渐成为影响临床合理用药、甚至引发医患纠纷的重要因素。因此，从维护患者用药公平、改善医患关系、便于临床合理施治的角度，有必要将目录内药品支付范围逐步恢复至药监部门批准的药品说明书的范围，将用药选择权、决策权真正还给临床医生。”

资料来源：wind、华安证券研究所



1.2 新时代：聚焦中医药传承创新发展

1.2.2 中药配方颗粒试点终落地

- 2021年2月，国家药监局、国家中医药管理局、国家卫生健康委、国家医保局联合发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，自2021年11月1日起结束中药配方颗粒试点工作。这也就意味着源于1993年的试点经过20余年终于落地。
- 《公告》明确了多项内容，将配方颗粒行业趋于规范化管理：
 - 明确中药配方颗粒的定义，并将中药配方颗粒的质量监管纳入中药饮片管理范畴。
 - 要求中药配方颗粒不得在医疗机构以外销售，应当通过省级药品集中采购平台阳光采购、网上交易。
 - 对中药配方颗粒的药品标准提出明确要求。中药配方颗粒应当按照备案的生产工艺进行生产，并符合国家药品标准。
 - 强化了中药配方颗粒生产的全过程管理。
 - 销售范围放开：从试点期间的限于二级及其以上中医院，转变为符合中医执业资质的各级医疗机构。

中药配方颗粒优势突出，随证加减，药性强、药效高；并且不需要煎煮、安全卫生，解决了传统中药易霉变、易虫咬等问题。配方颗粒的安全性和疗效更有保证。因此中药配方颗粒符合中药产业现代化的发展趋势。

中药配方颗粒的优越性

便捷性

- 不需要煎煮，临时时温开水配成冲剂；
- 小剂量精细包装，防潮防蛀，便于储存运输

安全性

- 原材料是经严格质量控制的、炮制过的中药饮片；
- 经现代化制药技术提取、分离、浓缩、干燥、制粒、包装而成；规格统一、标准一致，疗效准确、稳定

便捷性

- 与传统饮片具有相同的有效成分、性味归经、主治功效；
- 单位质量有效成份比传统饮片高

资料来源：药监局、新绿色药业、华安证券研究所

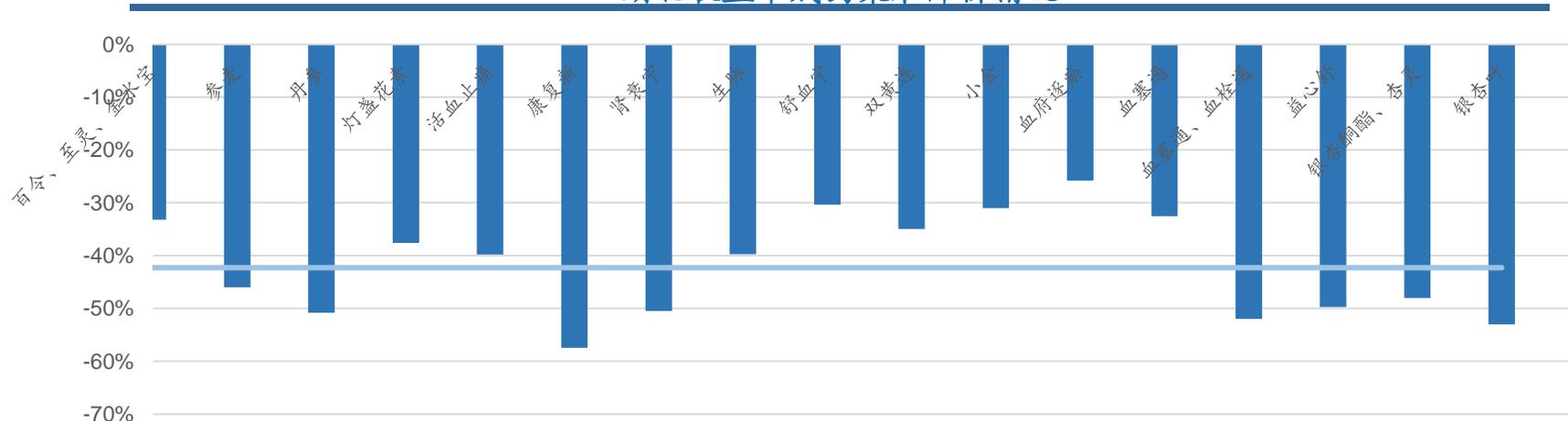
敬请参阅末页重要声明及评级说明

1.2 新时代：聚焦中医药传承创新发展

1.2.3 湖北中成药集采降价温和

- 2021年12月21日，湖北省联合19省联盟组织的中成药集采开标。本次集采有157家企业的182个产品参与报价，其中97家企业、111个产品中选，中选率达62%，拟中选价格平均降幅42.27%。相较前几轮的化药集采、医保谈判，湖北中成药集采降价幅度较为温和。
- 接下来的广东省6省联盟中成药集采即将开始，根据广东省药品交易中心发布的《广东联盟清开灵等中成药集中带量采购文件》来看，引入P0概念，即企业报价以日均费用（计算公式：申报品规日均费用=申报品规最小计量单位价格×申报品规日均用量）作为申报价，更加考虑药物经济学。

湖北联盟中成药集采降价情况



资料来源：湖北省中成药省际联盟集采领导小组办公室、华安证券研究所

1.2 新时代：聚焦中医药传承创新发展

1.2.4 医保支持中医药传承创新发展指导意见释放强烈积极信号

- **2021年12月30日**国家医疗保障局、国家中医药管理局发布《国家医疗保障局 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》。其中从政策端、支付端、企业端都进行了详细的讲解。其中几条关键点摘录如下：
 - 及时将符合条件的中医(含中西医结合、少数民族医,下同)医疗机构、中药零售药店等纳入医保定点协议管理。及时将符合条件的定点中医医疗机构纳入异地就医直接结算定点范围。
 - 对来源于古代经典、至今仍广泛应用、疗效确切的中医传统技术以及创新性、经济性优势突出的中医新技术,简化新增价格项目审核程序,开辟绿色通道。
 - 医疗机构炮制使用的中药饮片、配制的中药制剂实行自主定价。鼓励将公立医疗机构采购的中药配方颗粒纳入省级医药集中采购平台挂网交易,促进交易公开透明。
 - 在医疗服务价格动态调整中重点考虑中医医疗服务项目,加大对中医特色优势医疗服务项目的倾斜力度,鼓励各地将疗效确切、体现中医特色优势的中医适宜技术纳入医保支付范围,中药饮片严格按照进价顺加不超**25%**销售,非饮片中药“零差率”销售。
 - 中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组(DRG)付费,对已经实行DRG和按病种分值付费的地区,适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值,充分体现中医药服务特点和优势。
 - 按规定将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录。.....按程序将符合条件的民族药、医疗机构中药制剂和中药饮片纳入本地医保支付范围,并建立动态调整机制。
 - 加大对中医特色优势医疗服务项目的倾斜力度。鼓励各地将疗效确切、体现中医特色优势的中医适宜技术纳入医保支付范围。规范使用中医医疗服务项目,医保支付不得设置不合理限制。

资料来源：国家医保局、华安证券研究所

1.2 新时代：聚焦中医药传承创新发展

- **2022年开年新政策接踵而至，进一步强化政策变化的因素：**
 - 1月1日，浙江省医疗保障局办公室关于进一步做好《关于支持中医药传承创新发展的实施意见》执行工作的通知。强调“中治率”，将中医药比例明确纳入考核。中治率系指中医医疗机构住院中药饮片、中医医疗服务项目、中成药三项收入之和占住院医疗收入比例。
 - 1月5日，国家药监局药审中心网站发布《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则（征求意见稿）》，强调中医药理论、人用经验、临床试验相结合的中药注册审评证据体系。
 - 1月7日，CDE发布《中药新药毒理研究用样品研究技术指导原则（试行）》，旨在指导和规范用于注册申报的中药新药毒理研究用样品制备、质量控制、配制等环节的研究和过程管理。
 - 1月12日，上海市卫健委、中医药管理局版本《非中医类别执业医师开展中医诊疗活动执业管理办法》，《办法》明确，非中医类别执业医师经过中医药相关教育或培训且考核合格的，通过相关程序登记或授权，根据其执业医疗机构的医疗服务能力，开展与其原执业范围相关的中医诊疗活动。
- **未来3-5年，沿着传承与创新两条线索，期待多方面政策持续出台**
 - 更多的中药创新药获得审批上市；
 - 更优的中成药集采、中医服务支付价格；
 - 更好的中医药服务开展环境；
 - 更全的中医药传承和人才培养体系等。

资料来源：国家医保局、各地方医保局华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

目录

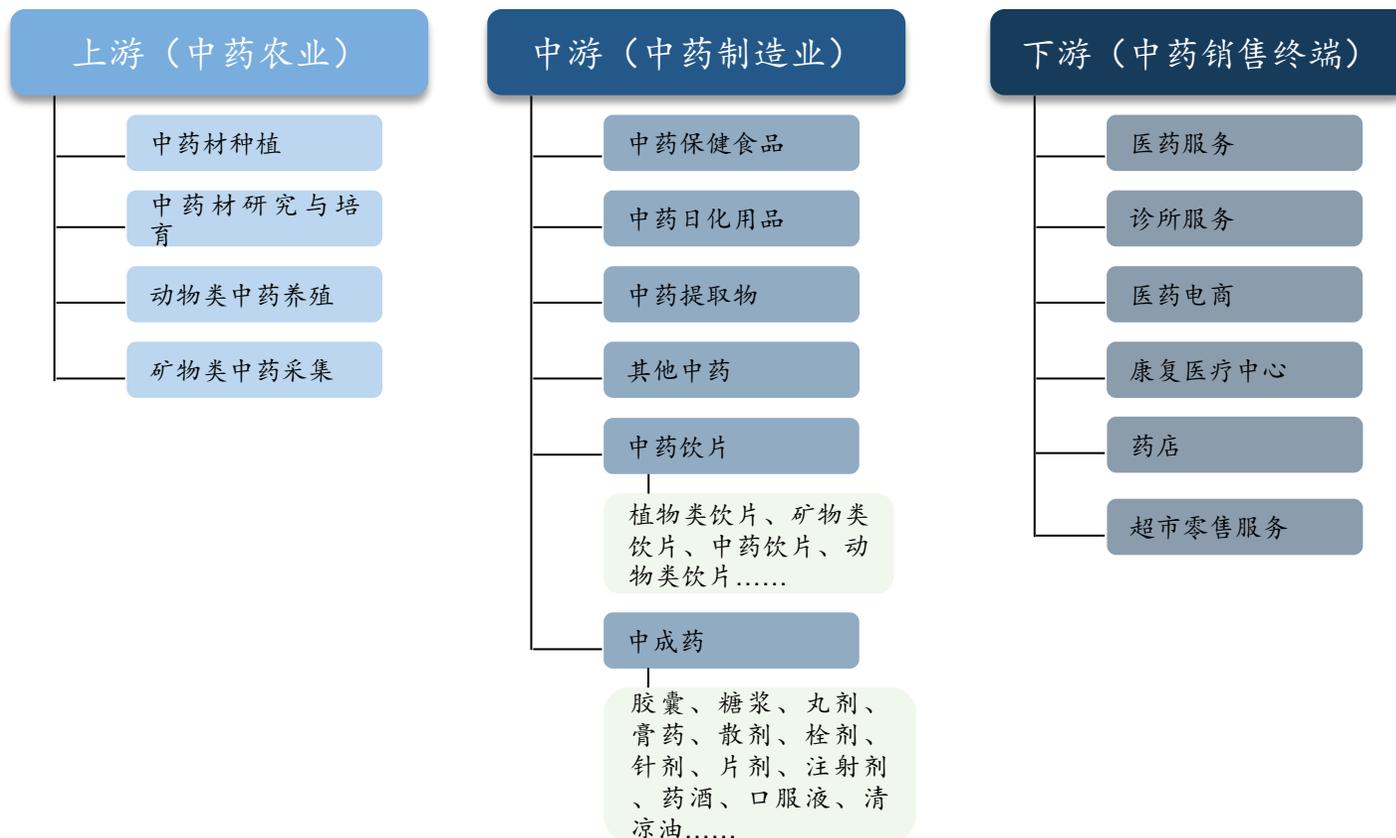
- 1. 中医药政策全面梳理
- **2. 中医药行业全景观**
- 3. 中药板块行情复盘
- 4. 中医药赛道精选
 - 4.1 中药创新药
 - 4.2 品牌中药
 - 4.3 中医服务
 - 4.4 中药配方颗粒
- 5. 投资建议
- 6. 风险提示

2. 中药行业全景观

• 中医药行业产业链从原料到消费者经过三大环节：

- 上游市场为原材料供应商，包括中药原材料供应商（种植、养殖、采集等）；
- 中游环节为中药制造业，其中有包含中成药、中药饮片等诸多形式的中药产品；
- 下游为销售终端，涉及中医医疗机构、零售药店及医药电商等。

中医药产业链



资料来源：启信宝产业库、华安证券研究所

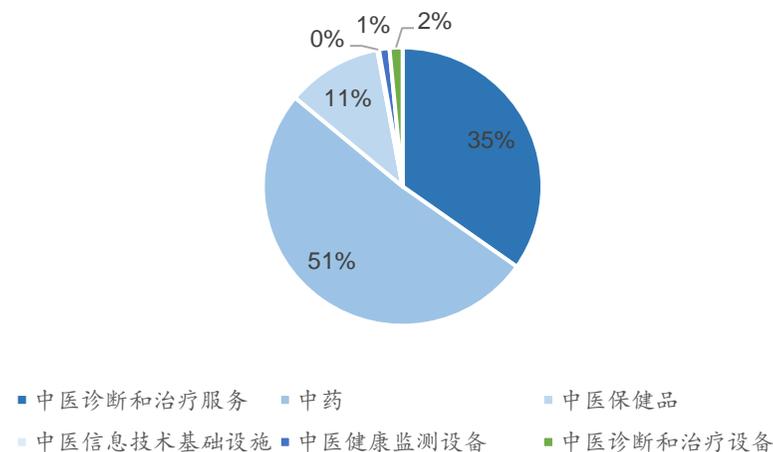
2. 中药行业全景观

- 中医大健康历史悠久，独具中国特色，是医疗健康服务行业的重要子赛道。2019年中国医疗健康服务行业市场规模达到4.6万亿元，2015-2019 CAGR 12%，预计2030年将达到10万亿元。其中，我国中医大健康产业也伴随医疗健康服务行业的发展而扩大。2019年中医大健康市场规模9170亿元，2030年中医产业规模预计达到22420亿元人民币，预计2019-2030 CAGR 11.3%。
- 中药&中医诊断和治疗服务是中医大健康服务市场占比最高环节。中医大健康服务市场可以拆分为六大领域：中医诊断和治疗服务、中药、中医保健品、中医信息基础设施建设、中医健康监测设备、中医诊断和治疗设备。其中2019年中药、中医诊断/治疗服务分别占据55%和32%。

中医大健康产业是中国医疗健康服务的主要组成部分（亿元）



中医大健康服务市场各细分占比



资料来源：固生堂招股书、华安证券研究所

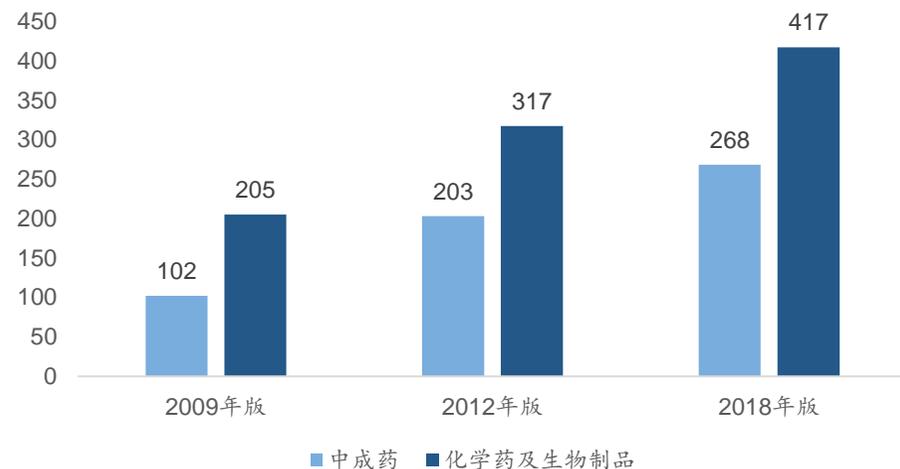
2.1 中药：中国医药产业重要组成

- 医保目录层面，在历年发布的医保目录中，中药的数量也增长较快。2019年版医保目录中包括1321个中成药，与西药平分秋色。并且2019版目录甲类产品的增幅在历版目录中最为显著，增加全部来自中成药，居民购买中药负担进一步减轻。此后中药品种维持稳定，2020年和2021年均均为1374种。
- 基药目录层面，2009年以来我国基药目录不断扩容，化学药、生物制品以及中成药的种类均实现快速增长。2018年基药目录中，化学药及生物制品合计417种、中成药占268种。

医保目录中的中西药药品数量（个）



我国基本药物目录情况（种）



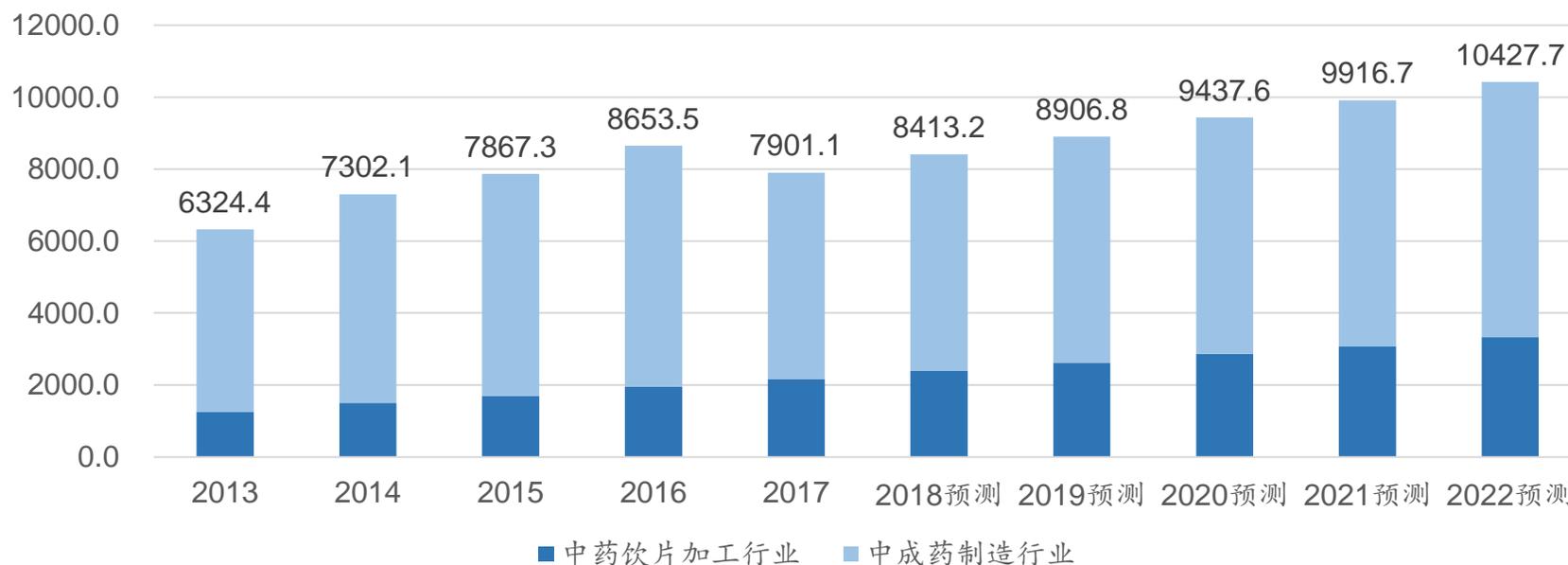
资料来源：国家医疗保障局、卫健委、火石创造、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2.1 中药：中国医药产业重要组成

- 中药产业是我国医药产业的重要组成，也是代表我国最重要的民族产业之一。尤其是顶层设计上，我国政府也是一直在大力扶持，加上中药拥有广阔的群众基础，市场规模呈现稳步增长之势。根据沙利文的预测，到2022年市场规模有望达到10,428亿元人民币，CAGR维持在5%以上。

中国中药行业市场规模，2013-2022 预测（按主营业务收入，亿元）



资料来源：沙利文、华安证券研究所

2.1 中药：中国医药产业重要组成

- 中药产业包括三大部分，即中药材、中药饮片和中成药，存在着较为明显的上下游关系。
- 中药材经过种植、采摘、捕获后还需经一系列炮制加工才能成为可熬制汤剂入药的中药饮片。中药饮片可作为药剂配方服用或直接服用，也可以经过进一步加工成为可直接服用的中成药。

中药材

大部分是生药，不能直接入药，须进一步加工成中药饮品；部分药材具有地道性；部分药材具有药食同源特点可以直接食用

中药饮片

可直接应用于医生处方、药店销售；多味或者单味中成药

中成药

由中药饮片进一步加工而成，可以直接服用；包括片剂、胶囊、丸剂、散剂、注射剂等剂型



资料来源：新荷花招股说明书、华安证券研究所

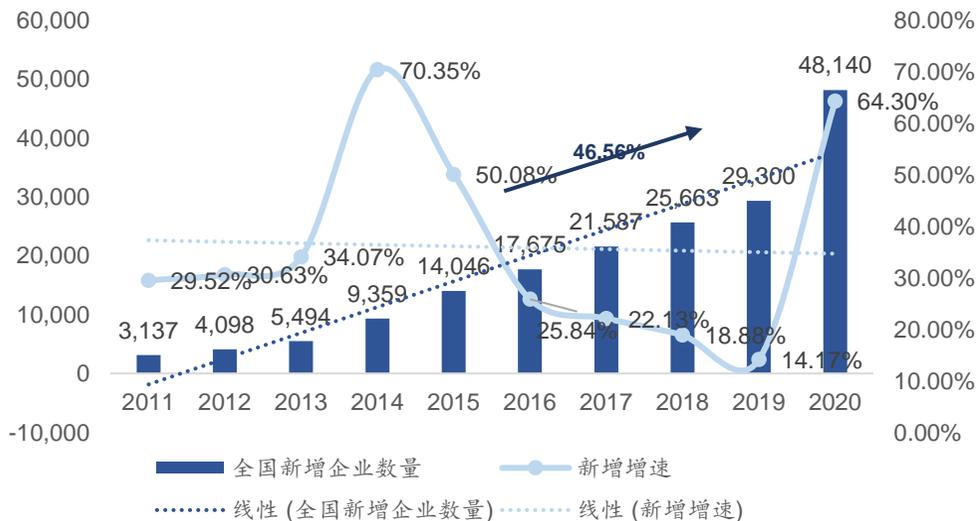
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

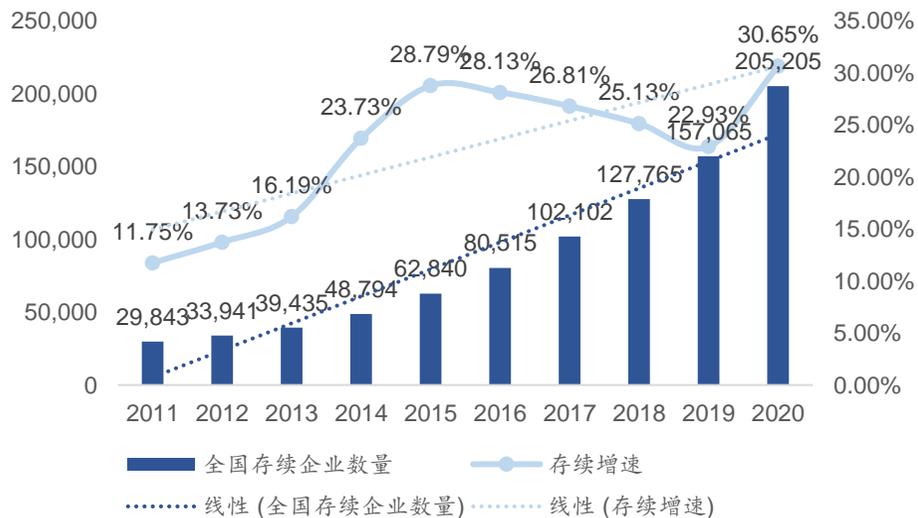
2.1 中药：中国医药产业重要组成

- 中药产业企业数量2015年后增速逐年下降，在2020年出现快速上涨
- 根据启信宝新兴产业库数据显示，2011-2020这近10年间，中药产业每年新增企业数量逐步增加，但2014-2019年间企业增加数增速开始下滑，到了2020出现急剧上升，到达4.8万家。从存续角度看，中药产业企业存续数量不断上升，近10年存续企业复合增速36.58%。

中药产业全国企业数量新增情况（家）



中药产业全国企业数量存续情况（家）



资料来源：启信宝产业库、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2.1 中药：中国医药产业重要组成

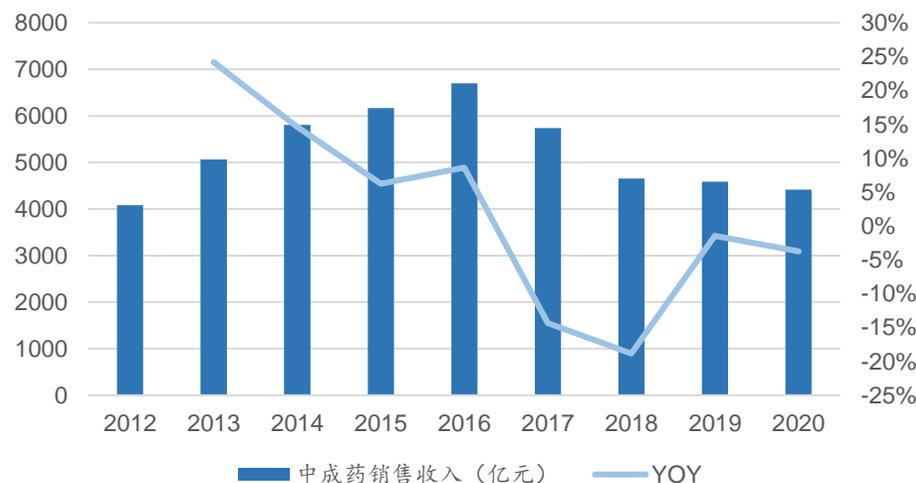
2.1.1 中成药：历史因素压制导致下滑，但终端销售拐点已现

- 产量上，根据国家统计局的数据显示，2014-2021年中国中成药的产量呈现波动趋势，主要原因是需求变缓以及2018年后统计口径导致。经历2020年疫情的干扰，2021年产量与2020年基本持平。
- 营收上，根据中国医药企业管理协会的数据，2016年出现拐点，营收开始下滑。2020年营业收入为4414亿元，与2019年基本持平。

2010-2021中国中成药产量及增长（万吨）



中成药收入规模及增速（亿元）



资料来源：国家统计局、中国医药企业管理协会、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

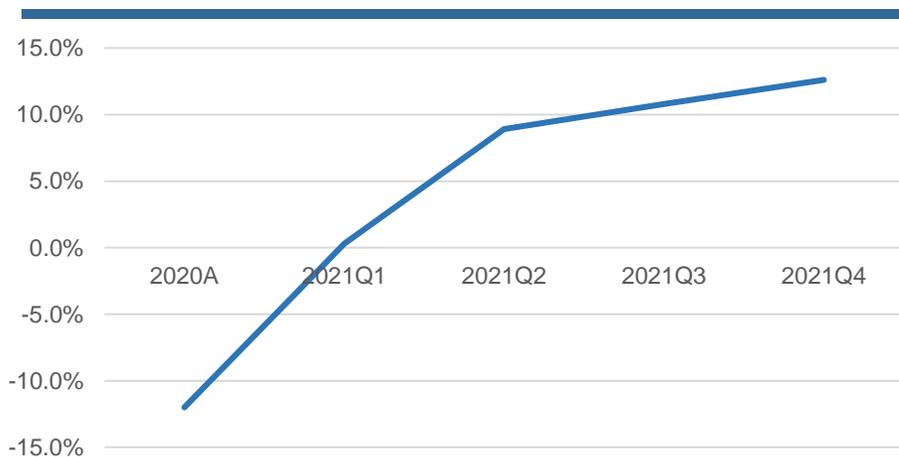
华安证券研究所

2.1 中药：中国医药产业重要组成

2.1.1 中成药：历史因素压制导致下滑，但终端销售拐点已现

- **医院端：**根据IQVIA统计，医院端中的其他类别（中药为主）2021年Q1-Q4增速分别为0.3%，8.9%，10.8%，12.6%，而2020年全年增速为-12.0%。
- **零售端：**米内网预测2021年中国城市实体药店终端中成药市场规模将有望超过1000亿元，超过亿元的品种约200个，销售额增长率超过10%的品种为58个，其中销售额大于5亿元的中成药有7个。

医院端其他类别（中药为主）销售额增速



资料来源：IQVIA、米内、华安证券研究所

2021年米内网预测城市药店终端销售额过亿且同比增速超过10%的中成药

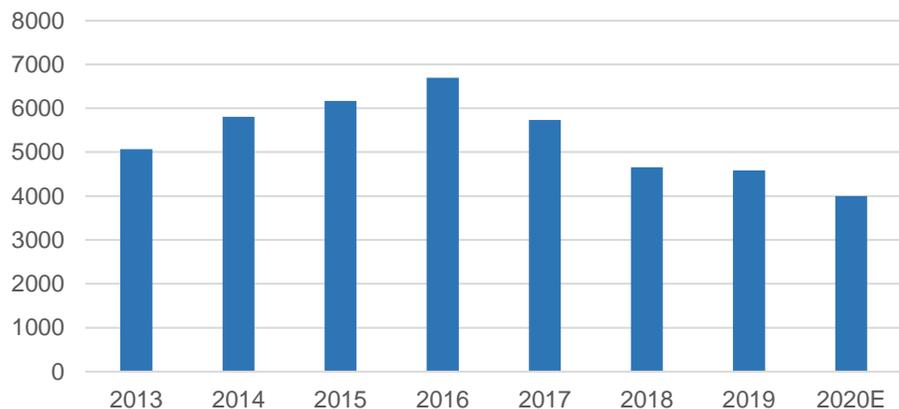
药品名称	销售额	增长率	药品名称	销售额	增长率	药品名称	销售额	增长率
安宫牛黄丸	>30亿元	29.73%	藿香正气滴丸	>2亿元	12.43%	养阴清肺口服液	>1亿元	17.94%
感冒灵颗粒	>20亿元	12.44%	灵芝孢子粉胶囊	>1亿元	83.86%	牛黄清心丸(局方)	>1亿元	17.80%
舒筋健腰丸	>10亿元	13.29%	腰肾育	>1亿元	65.96%	金振口服液	>1亿元	17.32%
肠炎宁片	>9亿元	15.51%	滋骨育胎丸	>1亿元	45.60%	杞菊地黄丸	>1亿元	16.87%
铁皮枫斗颗粒	>7亿元	26.20%	开喉剑喷雾剂(儿童型)	>1亿元	44.82%	鹿角胶	>1亿元	16.83%
龙牡壮骨颗粒	>6亿元	40.49%	小儿消积止咳口服液	>1亿元	43.62%	坤泰胶囊	>1亿元	16.24%
气血康口服液	>5亿元	10.03%	参苓健脾胃颗粒	>1亿元	37.90%	普乐安片	>1亿元	14.75%
小儿豉翘清热颗粒	>4亿元	36.18%	小儿肺热咳嗽口服液	>1亿元	34.28%	归脾丸	>1亿元	14.70%
黄芪精	>4亿元	28.84%	血脂康胶囊	>1亿元	32.26%	湿润烧伤膏	>1亿元	14.40%
小儿感冒颗粒	>4亿元	26.41%	银黄滴丸	>1亿元	26.01%	虫草清肺胶	>1亿元	14.34%
小儿肺热咳嗽颗粒	>3亿元	33.73%	人参保脾片	>1亿元	25.06%	芪苈强心胶囊	>1亿元	13.54%
血塞通软胶囊	>3亿元	23.14%	银黄软胶囊	>1亿元	24.41%	益气养血口服液	>1亿元	13.11%
丁桂儿脐贴	>3亿元	19.20%	槐耳颗粒	>1亿元	23.97%	正露丸	>1亿元	12.12%
金银花露	>3亿元	10.86%	伤风停胶囊	>1亿元	23.51%	克咳片	>1亿元	11.60%
康复新液	>3亿元	10.20%	小儿咳喘灵颗粒	>1亿元	22.99%	感冒灵胶囊	>1亿元	11.42%
小儿柴桂退热颗粒	>2亿元	24.45%	小儿止咳糖浆	>1亿元	22.52%	益母草颗粒	>1亿元	10.69%
神农镇痛膏	>2亿元	17.36%	小儿咽扁颗粒	>1亿元	21.60%	桂龙药膏	>1亿元	10.60%
苏黄止咳胶囊	>2亿元	16.86%	西瓜霜润喉片	>1亿元	21.14%	壮腰健肾丸	>1亿元	10.20%
肺力咳合剂	>2亿元	16.44%	新复方芦荟胶囊	>1亿元	20.66%			
逍遥丸	>2亿元	12.68%	复方一枝黄花喷雾剂	>1亿元	20.22%			

2.1 中药：中国医药产业重要组成

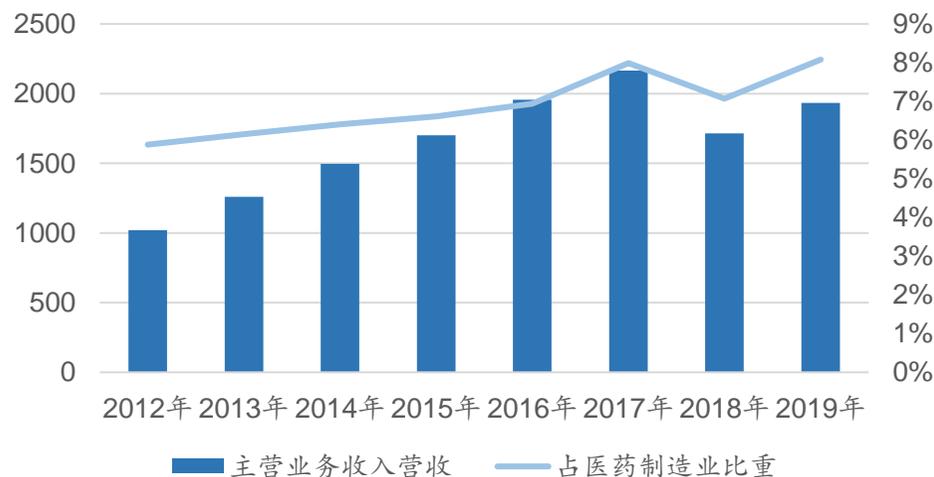
2.1.2 中药饮片：质量提升下的转型

- 2013-2017年是中药饮片黄金发展的时间，销售情况持续走高。但行业的规范发展离不开质量标准提高以及行业监管，这也导致行业增速趋缓。行业2018年销售收入同比减少14.26%，达1715亿元。2019年行业收入为1933亿元，较2018年增长12.69%。
- 从我国规模以上中药饮片加工企业主营业务收入来看，虽然行业受监管加强，但规模以上企业由于经营更规范，因此2019年占比依旧提升。

中国中药饮片加工行业营业收入规模（亿元）



2012-2019年我国规模以上中药饮片加工企业主营业务收入（亿元）



资料来源：中国医药企业管理协、新荷花招股说明书、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

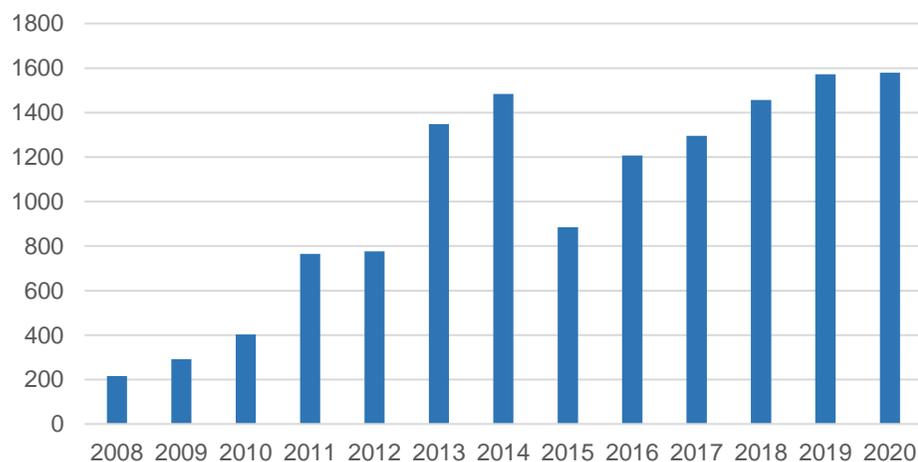
华安证券研究所

2.1 中药：中国医药产业重要组成

2.1.3 中药材：供需失衡带来价格普涨

- 中药材交易市场维持向好发展，以批发市场占据主导地位。2020年中药材市场亿元以上商品交易市场成交额达到1579亿元。
- 中药材价格指数自2019年以来不断提高，尤其是2020年后，季节性因素、周期性因素、多因素扩大供给缺口（新版药典提高标准、新冠出口受阻进口受限、野生动物保护、产区洪涝灾害多发等）等多因素助推价格不断提高。

中药材市场亿元以上商品交易市场成交额（亿元）



中药材价格指数:综合200



资料来源：国家统计局、wind、华安证券研究所

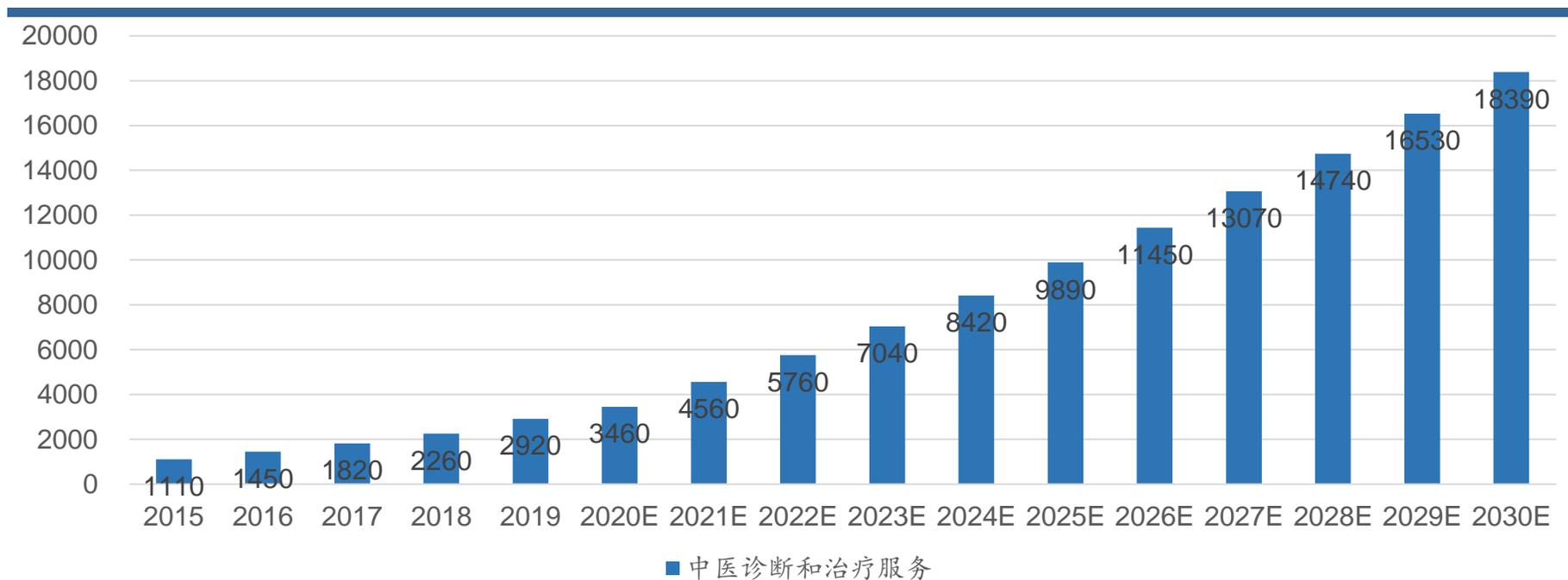
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

2.2 中医服务：万亿规模的高增速市场

- 中医大健康服务市场中中医诊断和治疗服务2019年市场规模为2920亿元，预期到2030年规模将达到18390亿元，CAGR为18.2%，增速可期。中医诊断治疗与中药细分赛道的蓬勃发展将有效带动整个中医健康行业扬帆起航。

中医诊断和治疗服务市场规模（亿元）



资料来源：固生堂招股说明书、华安证券研究所

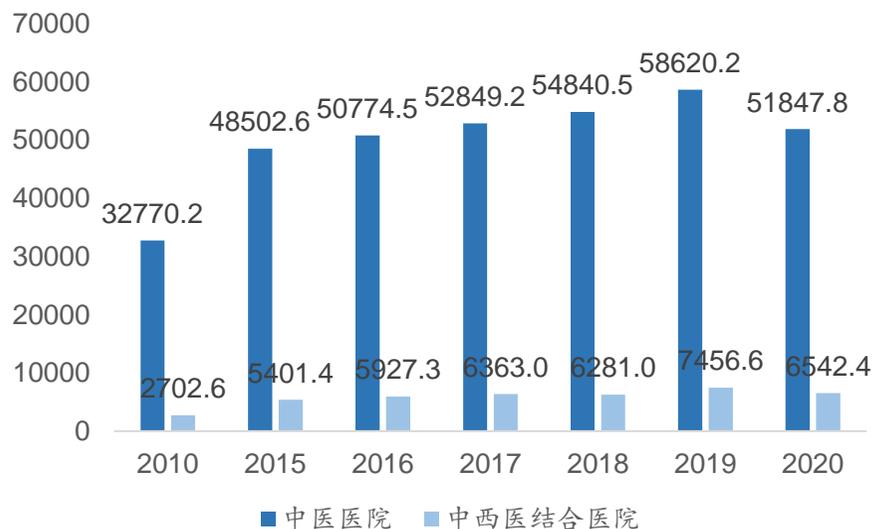
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

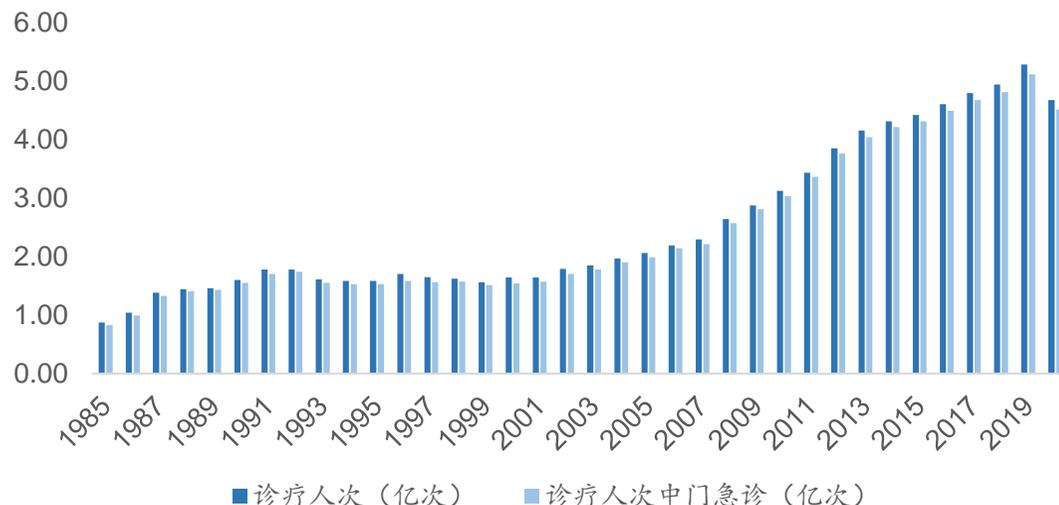
2.2 中医服务：万亿规模的高增速市场

- 从患者端看，中医医院的诊疗人次远超中西医结合医院，自2010年以来持续上升，2019年诊疗人次共计5.86亿，2020年受疫情影响有所下滑，共5.18亿人次。但从历史趋势来看，诊疗人次呈现稳定上升的态势，在疫情逐渐平稳的时期，诊疗人次将逐渐恢复增势。

2020年中医及中西医结合医院诊疗人次数（万人次）



卫生健康部门中中医医院诊疗人次（亿）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴2021》、《中国中医药年鉴行政卷2020》、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

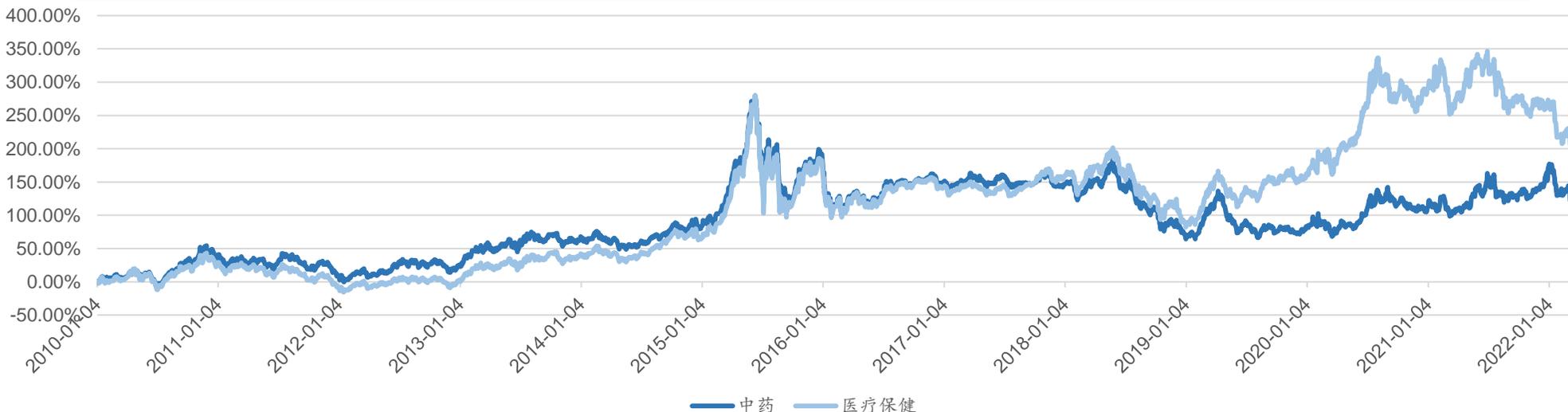
目录

- 1. 中医药政策全面梳理
- 2. 中医药行业全景观
- **3. 中药板块行情复盘**
- 4. 中医药赛道精选
 - 4.1 中药创新药
 - 4.2 品牌中药
 - 4.3 中医服务
 - 4.4 中药配方颗粒
- 5. 投资建议
- 6. 风险提示

3. 中药板块行情复盘

- 回顾2010年以来的中药板块收益率，可以分为四个阶段：
 - 2010-2014年间中药板块始终跑赢其他医药整体指数，相对医药指数的收益率最高甚至超过35%（2013年中），这一时期为中药板块当之无愧的高光时刻。
 - 2015-2018年间，期间经过2015-2016年的牛熊转换，期间收益率与整体指数相当，可以看做是市场的犹豫分歧阶段。
 - 2018年后，中药板块颓势尽显，相较于整体医药指数的收益差距逐年拉大，可谓是风光不再。
 - 2021年底，中药板块避险属性凸显，关注度提升，虽然波动中起起伏伏但是行业景气度悄然回升。

wind医药指数与中药指数自2010年以来收益率对比



资料来源：wind、华安证券研究所

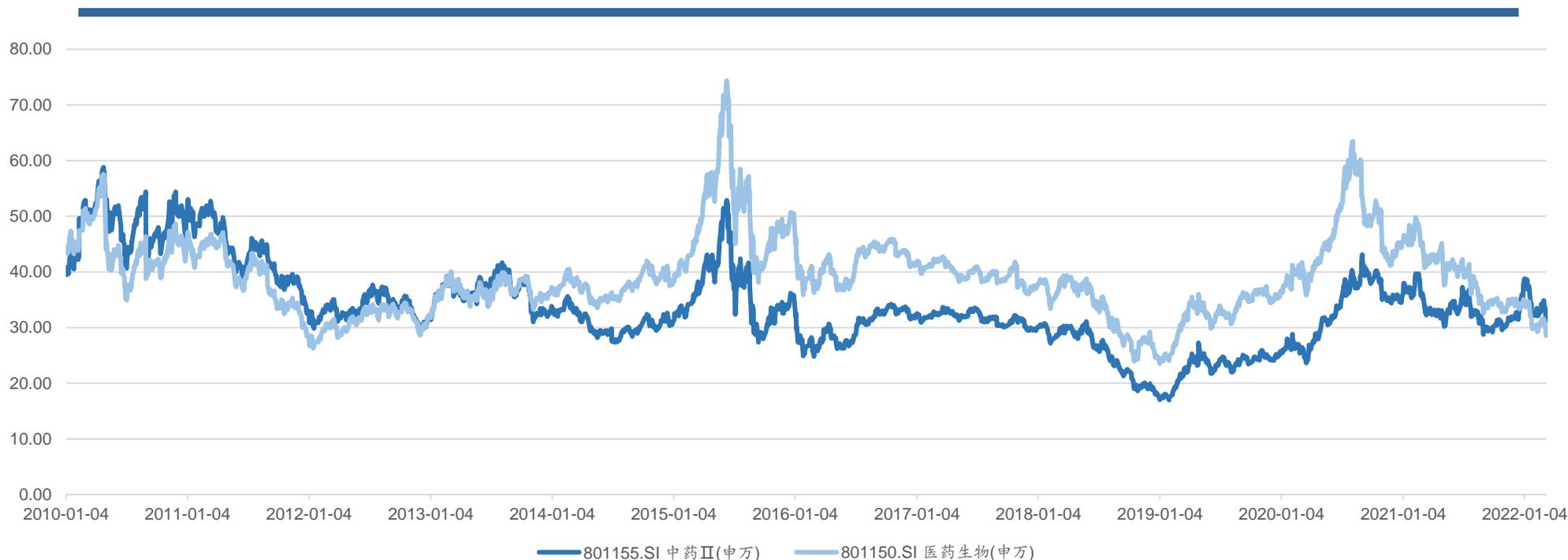
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3. 中药板块行情复盘

- 从历史PE看，2014年前中药PE一直高于医药整体指数，最高接近60倍，之后直到2021年12月前，中药板块的PE就再也没有超过整体指数。2021年12月以来中药关注度回升，但经过回调后估值基本与整体医药板块基本持平。

中药板块与医药指数PE变化



资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



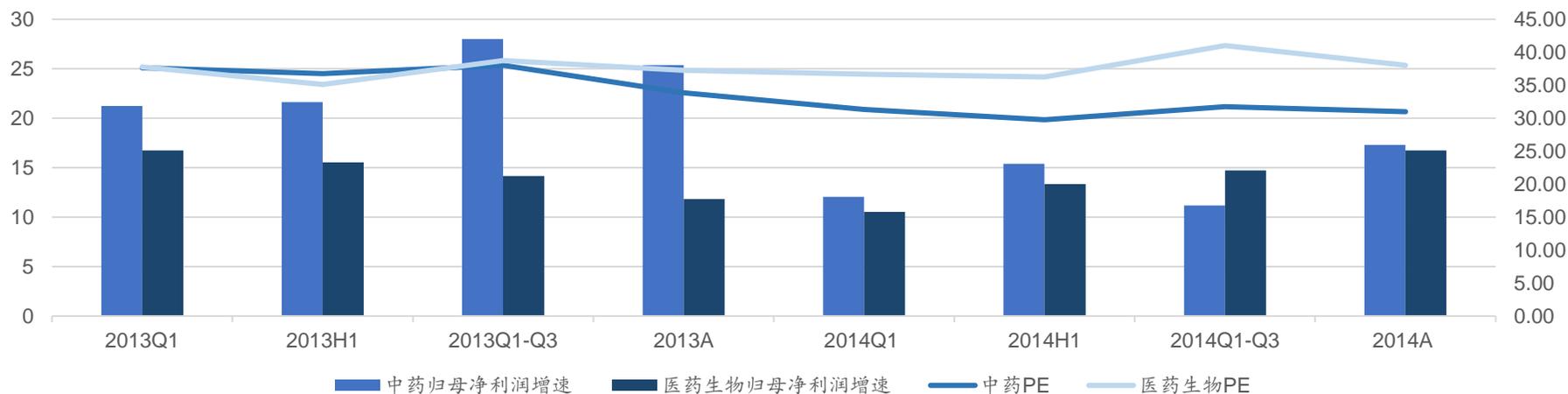
3. 中药板块行情复盘

- 复盘中药市场**2013年前**中药板块的崛起，存在多方面驱动因素：
 - 医保扩容：2010年前后正是医保扩容后的红利期，医保扩容带来的医保支付增加，叠加医保基本实现全民覆盖，中药行业充分享受红利。
 - 限抗令：2012年开始施行《抗菌药物临床应用管理办法》，导致部分抗生素市场转向中药注射剂和口服中药；
 - 基药制度：国家发改委、卫生部等9部委2009年发布《关于建立国家基本药物制度的实施意见》，这标志着我国建立国家基本药物制度工作正式实施。2012版进一步扩容，其中中药扩容比例达到100%。中药凭借其价格和利益品种优势实现快速放量。
- 但好景不长，**2014年**医保控费的开始逐步强化，随后便开始了波澜壮阔的医保改革，这也宣告着医保放量红利期在开始消退。医保进入严控费用的阶段后，中药处方药在医院端销售受到的各种政策压制。

3. 中药板块行情复盘

- 中药板块先前就经历过一次重塑过程，转折点的**2013-2014年**就是典型的戴维斯双杀的过程。
 - 2013下半年：政策端随着医保控费的强化、处方受限等利空因素的逐步显现，中药板块PE被医药生物指数反超；
 - 2014年：中药板块归母净利润增速出现明显下滑，而医药整体板块增速出现提升，业绩上真实反映利空因素，中药估值上开始低于整体生物制药；
 - 2015-2020年：经过2014年一年的业绩验证后，传统逻辑被破坏，导致估值被压制，一直低于整体医药指数。

2013-2014中药&医药生物板块估值与增速对比图



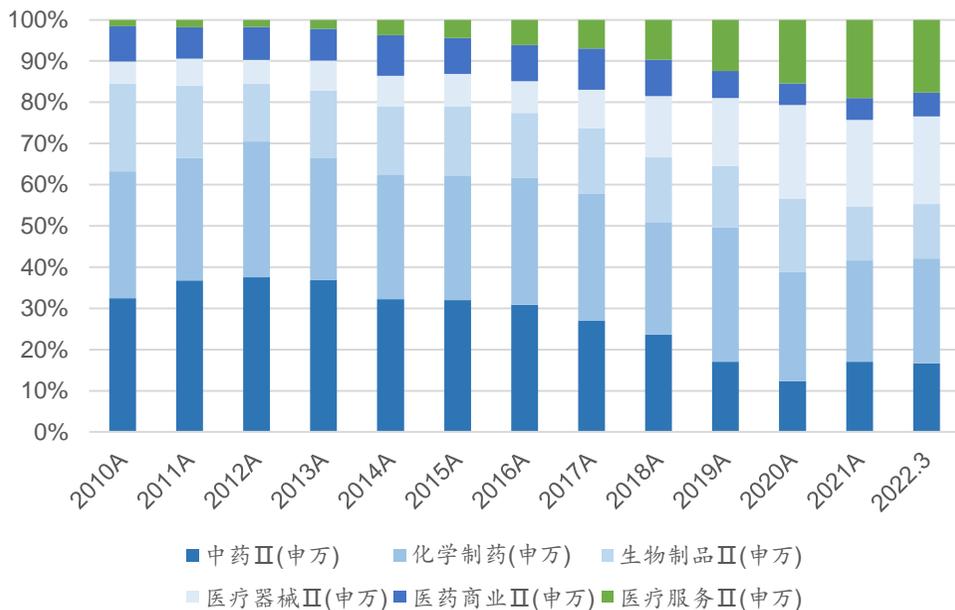
资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

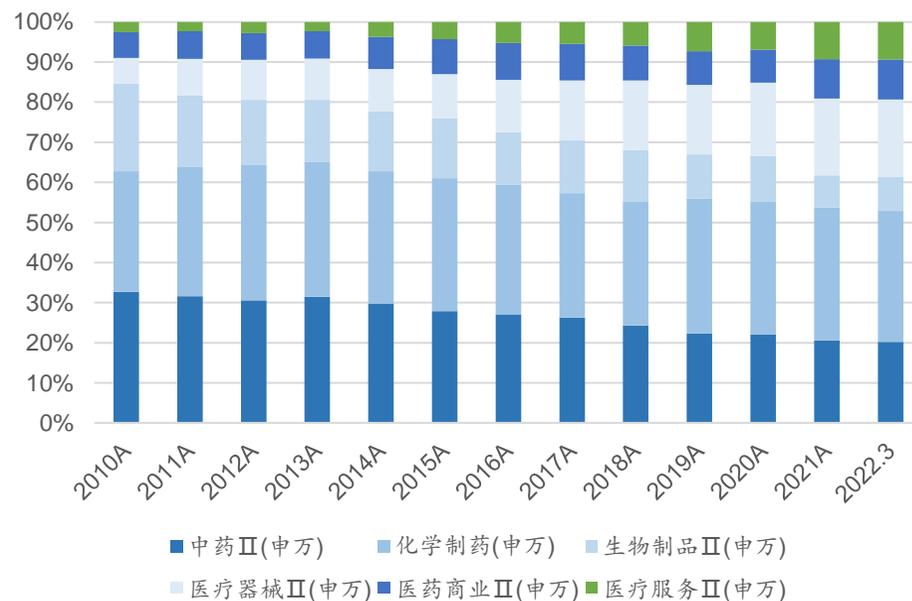
3. 中药板块行情复盘

- 从中药板块的占比上，中药板块市值在整体医药板块的占比从2013年的高峰37%下滑到2020年的12%。但中药板块仍然是医药行业投资的重要一环，截止2022年3月10日，按照申万II级行业划分，中药板块市值占整体医药板块的18%，包含69家上市公司。

医药子版块市值占比变化



医药各子版块成分股数量变化



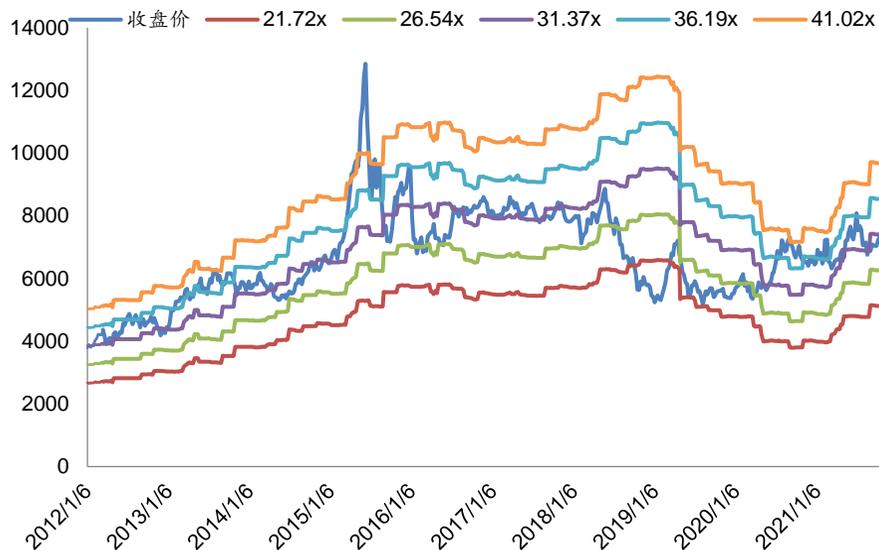
资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

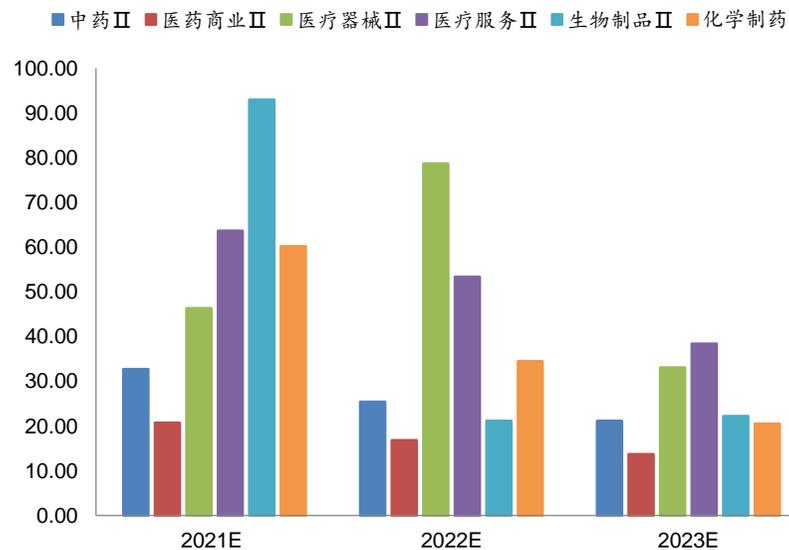
3. 中药板块行情复盘

- **2021年回顾：中药板块表现亮眼，但估值仍具性价比**
- 从历史估值分位数上看，中药板块的市盈率处于过去10年的高分位，为2016年以来的新高。但从预测PE上看，中药的估值仍低于其他医药子版块。选取有wind一致预期的206家医药板块公司（2022/1），其中中药板块2021-2023年预测的估值平均值和中位数均仅高于医药商业板块。

2012年以来中药板块PE-band



Wind一致预期下医药各子版块PE (2022/1)



资料来源：wind、华安证券研究所

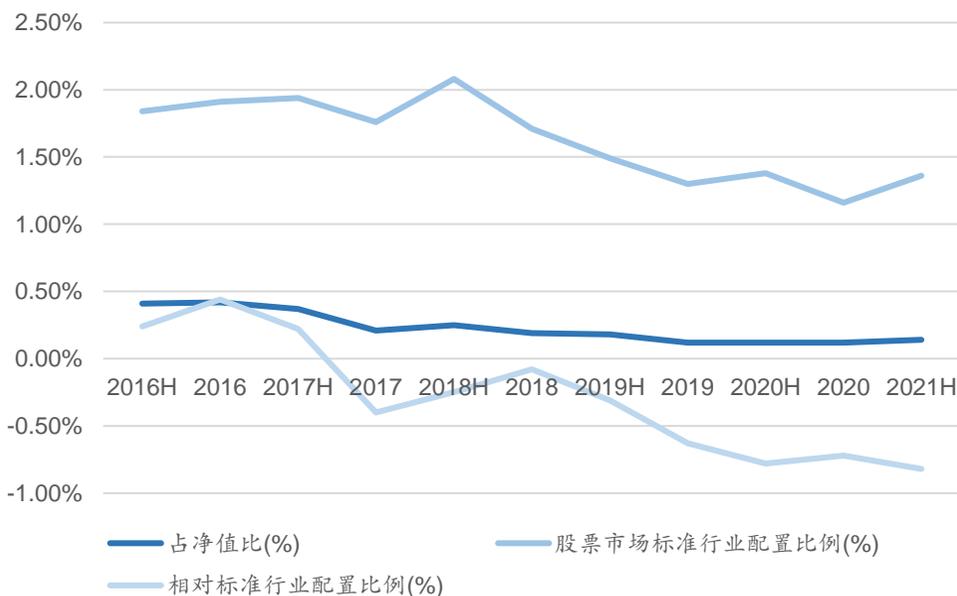
敬请参阅末页重要声明及评级说明

3. 中药板块行情复盘

- 中药板块自2017年开始一直处于被低配状态，占净值比也自2018年维持在0.2%以下。
- 根据最新的2021年基金年报数据统计，共计30个中药公司获得公募基金重仓持有，平均占净值比为0.29%，平均持股市值占基金股票投资市值比为1.04%。

2021年年报基金重仓中药板块情况

中药板块相对标准行业配置比例及占净值比



代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股占流通股比 (%)	持股市值占基金净值比 (%)	持股市值占基金股票投资市值比 (%)
600436.SH	片仔癀	127	50	4.8536	0.0509	0.1822
000423.SZ	东阿阿胶	65	27	4.3830	0.0056	0.0199
000538.SZ	云南白药	52	24	2.6959	0.0068	0.0244
600085.SH	同仁堂	34	20	0.7358	0.0018	0.0065
600566.SH	济川药业	23	16	1.2129	0.0012	0.0043
600976.SH	健民集团	22	16	4.5374	0.0022	0.0078
000999.SZ	华润三九	21	14	0.9365	0.0012	0.0045
600329.SH	中新药业	17	8	1.9471	0.0014	0.0049
600285.SH	羚锐制药	16	8	5.1754	0.0018	0.0064
002603.SZ	以岭药业	13	9	0.5830	0.0006	0.0022
000650.SZ	仁和药业	12	3	10.6422	0.0053	0.0189
600479.SH	千金药业	11	11	4.4263	0.0009	0.0033
600129.SH	太极集团	9	4	2.7889	0.0014	0.0050
603896.SH	寿仙谷	9	6	3.2124	0.0011	0.0040
300026.SZ	红日药业	8	7	0.3455	0.0003	0.0010
600535.SH	天士力	8	7	0.6303	0.0006	0.0022
002390.SZ	信邦制药	6	5	2.6356	0.0012	0.0044
600422.SH	昆药集团	6	5	0.6692	0.0002	0.0008
600332.SH	白云山	5	5	0.3250	0.0006	0.0022
600750.SH	江中药业	5	3	0.8699	0.0003	0.0011
600771.SH	广誉远	5	5	0.3266	0.0003	0.0010
002275.SZ	桂林三金	4	4	0.7930	0.0003	0.0010
300181.SZ	佐力药业	4	3	0.1391	0.0000	0.0001
600993.SH	马应龙	3	3	0.4444	0.0002	0.0008
002728.SZ	特一药业	2	2	1.5402	0.0001	0.0004
002873.SZ	新天药业	2	2	0.9413	0.0001	0.0004
0874.HK	白云山	2	2	0.3857	0.0001	0.0002
600518.SH	*ST康美	2	2	0.0691	0.0001	0.0004
600351.SH	亚宝药业	1	1	0.0443	0.0000	0.0000
600557.SH	康缘药业	1	1	0.0141	0.0000	0.0000

资料来源：wind、华安证券研究所

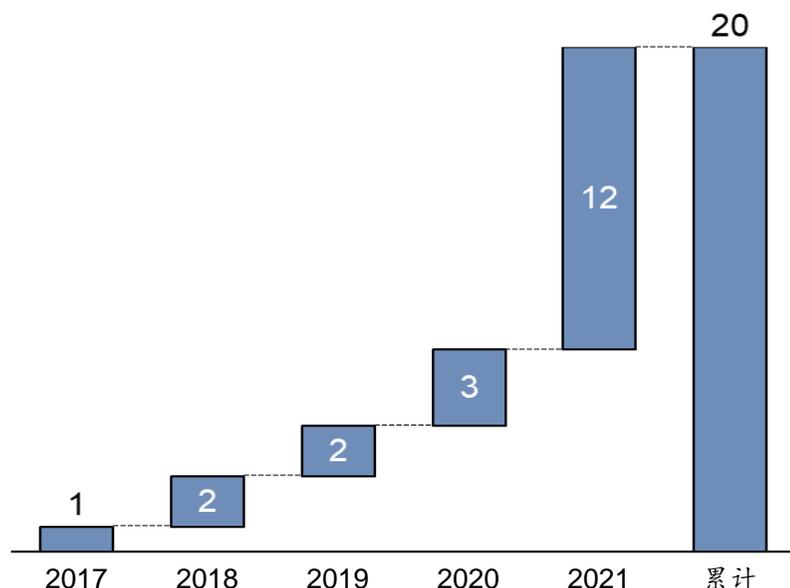
目录

- 1. 中医药政策全面梳理
- 2. 中医药行业全景观
- 3. 中药板块行情复盘
- 4. 中医药赛道精选
 - 4.1 中药创新药
 - 4.2 品牌中药
 - 4.3 中医服务
 - 4.4 中药配方颗粒
- 5. 投资建议
- 6. 风险提示

4.1 中药创新药：2021年中药创新药迎来爆发

- 2021年，已经有12个中药新药获批，而2017年至2020年，每年的中药新药获批数量是1/2/2/3个。近5年以来，累积共有20个中药新药获批，其中有8款已被纳入国家医保目录，其中化湿败毒颗粒、宣肺败毒颗粒、关黄母颗粒为2021版医保目录新增中成药品种。

2017-2021年中药创新药获批数量



2021年中药创新药获批情况

药品名称	上市时间	企业名称
七蕊胃舒胶囊	2021年12月31日	健民集团
解郁除烦胶囊	2021年12月16日	石家庄以岭
虎贞清风胶囊	2021年12月16日	广东一力
玄七健骨片	2021年11月26日	湖南方盛
芪蛭益肾胶囊	2021年11月26日	山东凤凰
坤心宁颗粒	2021年11月26日	天士力
银翘清热片	2021年11月10日	江苏康缘
益气通窍丸	2021年9月14日	天津东方华康
益肾养心安神片	2021年9月1日	石家庄以岭
清肺排毒颗粒	2021年3月2日	中国中医科学院中医临床基础医学研究所
化湿败毒颗粒	2021年3月2日	广东一方
宣肺败毒颗粒	2021年3月2日	山东步长

资料来源：药智网、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

4.1 中药创新药：中药注册分类演变（2007版 VS 2020版）

- 2020版更加考虑中药特色，注重传承与创新并重，强调临床价值。
- 淡化原注册分类管理中“有效成份”和“有效部位”含量要求，不再仅以物质基础作为划分注册类别的依据，而是支持基于中医药理论和中医临床实践经验评价中药的有效性。

中药注册分类演变（2007版 VS 2020版）

	2007版	2020版
中药创新药	1类（未在国内上市销售的从植物、动物、矿物等物质中提取的有效成份及其制剂）、2类（新发现的药材及其制剂）、4类（药材新的药用部位及其制剂）、5类（未在国内上市销售的从植物、动物、矿物等物质中提取的有效部位及其制剂）、6.1类（中药复方制剂）	单列中药创新药，重视临床疗效，且须要满足在国内外均为新药的要求。中药创新药指处方未在国家药品标准、药品注册标准及国家中医药主管部门发布的《古代经典名方目录》中收载，具有临床价值，且未在境外上市的中药新处方制剂。对应2007版1、2、4、5、6.1类。
改良型新药	7类（改变国内已上市销售中药、天然药物给药途径的制剂）、8类（改变国内已上市销售中药、天然药物剂型的制剂）；“中药增加功能主治”属于补充申请的申报路径	单列改良型新药，且拓宽改良型新药范畴，鼓励已上市中药的进一步研发和优化生产工艺。新版本将“中药增加功能主治”纳入改良型新药而非补充申请，鼓励药企对已上市产品二次开发。且已上市中药生产工艺等改变引起药用物质基础或药物吸收、利用明显改变的情形也按照改良型新药管理，鼓励持有人对已上市中药深入开展研究，优化生产工艺，进一步提升产品质量，增加临床应用价值。对应2007版7、8类
古代经典名方中药复方制剂	6.1类（中药复方制剂）	单列古代经典名方中药复方制剂，且丰富该类范围，设置为3.1类和3.2类。该注册分类的药品可豁免临床直接提出上市许可申请。对应2007版6.1类
同名同方药	包括但不限于9类（仿制药）我国已批准上市销售的中药或天然药物	强调同名同方药不能简单理解为原仿制药的概念，要保证其临床价值。要求申请注册的同名同方药需在通用名称、处方、剂型、功能主治、用法及日用饮片量与同名同方已上市中药相同的前提下，保证其安全性、有效性、质量可控性不高于同名同方已上市中药

资料来源：NMPA、2007版《药品注册管理办法》、《中药注册分类及申报资料要求

敬请参阅末页重要声明及评级说明（2020年68号）、华安证券研究所



4.1 中药创新药：中药申报材料演变（2007版 VS 2020版）

- 2020版申报资料要求充分借鉴国际监管经验，突出中药研发逻辑和特点。新版申报资料要求借鉴了人用药品注册技术要求国际协调会通用技术文件（ICH M4）的相关理念，将中药研发所需的各项研究资料模块化，进一步总结和凝练申报材料。同时突出中药研发逻辑和特点，为将来中药注册电子化申报奠定基础。

	2007版	2020版
模块一“行政文件和药品信息”	《药品注册管理办法》中附件1的2号资料及各项资料中的资质等内容	新增“行政文件和药品”模块，考虑到中药特色并增加申请状态等项目要求。借鉴了化药、生物制品申报资料要求M4模块一相关内容，同时考虑到中药自身特点，对部分内容进行了调整和完善。主要要求提供资质、证明性文件、研发相关表单等资料。另外，还增加了申请状态、加快上市注册程序申请、沟通交流会议、临床试验过程管理信息、药物警戒与风险管理、上市后研究等项目要求。
模块二“概要”	《药品注册管理办法》中附件1的1、4、7、19、29号资料，为各研发模块的综述部分，是针对中药研发立题目的与依据、主要研究结果的总结、综合分析评价等方面，对申报资料格式与内容进行规范并做出一般性要求	单列“概要”模块，重视研究结果评估总结。对药理学、药理毒理和临床研究资料的进一步总结和提炼，强调对各项研究结果及其相互联系的综合分析与评价。其中，药理学部分新增资源评估总结，临床部分新增人用经验和临床价值评估的总结。
模块三“药学研究资料”	《药品注册管理办法》中附件1的8-18号资料	单列“药学研究资料”模块并重视药材溯源。要求单独设立了处方药味及药材资源评估、饮片炮制章节，引导申请人关注药材/饮片质量和可追溯性，关注药材资源的可持续利用。另外，还专门设立“3.3.6试验用样品制备情况”版块。
模块四“药理毒理研究资料”	《药品注册管理办法》中附件1的20-28号资料	将原来的21-27号资料均整合在“4.3毒理学研究资料”中，为一项资料。该部分内容遵循中药研发规律，根据中医药特点，结合处方来源及组成、临床应用经验、制备工艺等，基于已有资料的可参考性、安全性风险的大小，确定所需进行的药理毒理研究。
模块五“临床研究资料”	对应2007年《药品注册管理办法》附件1临床相关申报资料要求	延续2007年相关申报资料要求，突出强调“人用经验”对于中药研发的支持作用。每个注册分类项下均将“人用经验”相关内容作为一项单独列出，并要求申请人基于临床价值评估，结合中医药理论、人用经验和临床试验，对拟定功能主治的支持情况进行评估。另外，该模块针对临床试验期间的变更，明确了资料要求，并强调申请人需对已有人用经验和临床试验数据进行分析整理，为变更提供依据。

资料来源：NMPA、2007版《药品注册管理办法》、《中药注册分类及申报资料要求

敬请参阅末页重要声明及评级说明（2020年68号）、华安证券研究所



4.1 中药创新药

新版注册分类及申报资料要求中指出减免方案：

➤ 药理学申报减免要求：

- 具有人用经验的中药复方制剂：可根据人用经验对药物有效性的支持程度，**适当减免**药效学试验；若人用经验对有效性具有一定支撑作用，处方组成、工艺路线、临床定位、用法用量等与既往临床应用基本一致的，则**可不提供**药效学试验资料。
- 中药改良型新药中：中药增加功能主治，应提供支持新功能主治的药效学试验资料，可根据人用经验对药物有效性的支持程度，**适当减免**药效学试验。

➤ 毒理学申报减免要求：

- 中药复方制剂：根据其处方来源及组成、人用安全性经验、安全性风险程度的不同，提供相应的毒理学试验资料，若**减免部分试验项目**，应提供充分的理由。

《中药注册分类及申报资料要求》（2020年68号）



国家药品监督管理局
National Medical Products Administration

国家药监局关于发布《中药注册分类及申报资料要求》的通告（2020年第68号）

文章来源：发布时间：2020-09-28

为贯彻落实《药品管理法》《中医药法》，配合《药品注册管理办法》（国家市场监督管理总局令第27号）实施，国家药品监督管理局组织制定了《中药注册分类及申报资料要求》，现予发布，并说明如下。

- 一、中药注册按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等进行分类，前三类均属于中药新药。中药注册分类不代表药物研制水平及药物疗效的高低，仅表明不同注册分类的注册申报资料要求不同。
- 二、为加强古典医籍精华的梳理和挖掘，改革完善中药审评审批机制，促进中药新药研发和产业发展，将中药注册分类中的第三类古代经典名方中药复方制剂细分为“3.1按古代经典名方目录管理的中药复方制剂（以下简称3.1类）”及“3.2其他来源于古代经典名方的中药复方制剂（以下简称3.2类）”。3.2类包括未按古代经典名方目录管理的古代经典名方中药复方制剂和基于古代经典名方加减化裁的中药复方制剂。
- 三、古代经典名方中药复方制剂两类情形均采用传统工艺制备，采用传统给药途径，功能主治以中医术语表述，对适用范围不作限定。药品批准文号采用专门格式：国药准字C+四位年号+四位顺序号。
- 四、3.1类的研制，应进行药学及非临床安全性研究；3.2类的研制，除进行药学及非临床安全性研究外，还应对照人用经验进行系统总结，并对药物临床价值进行评估。

注册申请人（以下简称申请人）在完成上述研究后一次性直接提出古代经典名方中药复方制剂的上市许可申请。对于3.1类，我局不再审核发布“经典名方物质基准”统一标准。

国家药品监督管理局药品审评中心按照《药品注册管理办法》规定的药品上市许可审评程序组织专家进行技术审评。

- 五、关于中药注册分类，已自2020年7月1日起实施。已受理中药注册申请需调整注册分类的，申请人可提出撤回申请，按新的注册分类及申报资料要求重新申报，不再另收相关费用。
- 六、关于中药注册申报资料，在2020年12月31日前，申请人可按新要求提交申报资料；也可先按原要求提交申报资料。自2021年1月1日起，一律按新要求提交申报资料。
- 七、此前有关规定与本通告要求不一致的，以本通告为准。

特此通告。

资料来源：《中药注册分类及申报资料要求》（2020年68号）、NMPA、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

4.1 中药创新药

《中药注册管理专门规定(征求意见稿)》减免/豁免内容

序号	减免/豁免板块	具体内容
1	合理使用人用经验证据	中药人用经验是指在长期临床实践中积累的用于满足临床需求,具有一定规律性、可重复性的关于中医临床诊疗认识的概括总结。申请注册的中药具有人用经验的,可根据人用经验对药物安全性、有效性的支持程度,合理减免相应的申报资料。
2	豁免仅处方来源于经方、验方情形的申报资料	中药创新药处方来源于经典名方或国医大师、名老中医等具有丰富临床经验的中医临床专家经验方,且提取工艺仅为水提的,可简化工艺研究,豁免非临床有效性研究。
3	豁免来源于医疗机构制剂的中药新药的申报资料	中药医疗机构制剂人用经验对中药新药的安全性、有效性具有一定支撑作用,且经国家药审中心与申请人沟通交流认定的,可豁免相应的研究或试验,包括但不限于: (一) 处方组成、工艺路线、临床定位、用法用量等与既往临床应用基本一致的,可豁免非临床有效性研究。 (二) 处方组成、提取工艺、剂型、包装等与该医疗机构制剂一致的,可豁免工艺及稳定性研究。 (三) 可豁免 I、II 期临床试验,仅进行 III 期临床试验。
4	减免非临床安全性研究	中药处方组成药味均具有国家药品标准或具有药品注册标准,处方不涉及毒性药材或不含有现代研究公认有毒性的药味,且药物单次给药毒性研究和一种动物的药物重复给药毒性研究未发现明显毒性的,可以减免一种动物的药物重复给药毒性研究、药物安全药理学研究、药物遗传毒性研究、药物致癌毒性研究、药物生殖毒性研究,同时豁免 I 期临床试验。用于促孕、保胎、催乳等药物的注册申报另有规定的,从其规定。
5	豁免 I 期临床试验	中药新药进行临床试验,II 期临床试验拟用剂量已有人用经验,且获得药物重复给药毒性研究结果支持的,可豁免 I 期临床试验,直接进入 II 期临床试验。
6	豁免 II 期临床试验	人用经验能为中药新药 II 期临床试验剂量探索、临床定位、适用人群筛选、疗程探索等提供研究证据,且拟用剂量获得药物重复给药毒性研究结果支持的,可豁免 II 期临床试验。
7	引入真实世界证据	已有人用经验中药的临床研发,在处方固定、生产工艺路线基本成型的基础上,存在适用的高质量真实世界数据,且通过设计良好的观察性研究形成的真实世界证据科学充分的,申请人可与国家药审中心沟通,申请将真实世界证据作为支持产品上市的依据。
8	豁免申请增加功能主治的注册申报资料	已上市药品申请增加功能主治,人用经验支持相应临床定位的,可豁免非临床有效性试验。使用剂量和疗程不增加,且适用人群不变的,还可豁免非临床安全性试验,以及 II 期临床试验,仅进行 III 期临床试验。
9	豁免申请变更用法用量或增加适用人群范围的申报资料	已上市药品申请变更用法用量或增加适用人群范围,功能主治不变且不改变给药途径,人用经验支持变更后的新用法用量或新适用人群的用法用量的,可豁免 II 期临床试验,仅进行 III 期临床试验。
10	明确同名同方药豁免临床试验的条件	申请注册的同名同方药与对照同名同方药的药材基原、饮片炮制、出膏率、有效(或指标)成份的含量及含量转移率、指纹或特征图谱等保持一致的,可免报临床试验资料。

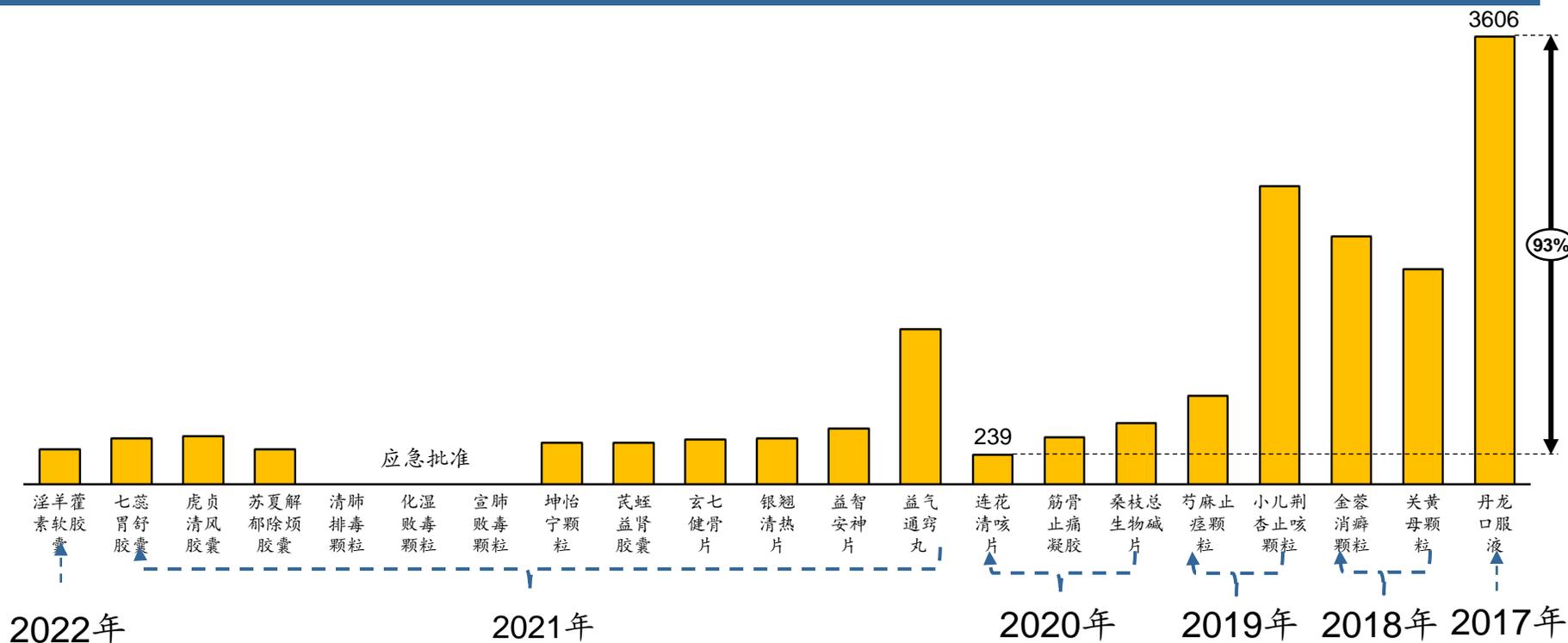
资料来源:wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

4.1 中药创新药：审批时间大大缩短

- 21个中药新药中，审批时间最长为3606天，最短为239天或应急批准。新冠相关药物审批时间相对较短。最短审批时长较最长审批时长缩短93%。

21个中药审批明细



资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

4.1 中药创新药：相关上市公司

- 相关标的：根据21个中药创新药品类对应的公司为以岭药业、天士力、康缘药业、新天药业、方盛制药，而贵州三力因为苗药作为民族药，实际也可以等同中药创新药。
- 投资建议：我们持续推荐：以岭药业、新天药业、贵州三力，建议关注天士力、康缘药业、方盛制药。

股票 代码	股票 名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE (TTM)	净利润 (亿元)				PE			PEG		
					2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002873.SZ	新天药业	35	20.30	34	0.74	1.02	1.35	1.87	34	26	19	0.9	0.8	0.5
603439.SH	贵州三力	64	14.59	42	0.94	1.53	2.11	2.78	42	30	23	0.7	0.8	0.7
002603.SZ	以岭药业	408	22.91	29	12.19	13.42	16.12	19.53	30	25	21	3.0	1.3	1.0
600535.SH	天士力	212	13.62	14	11.26	17.42	13.26	14.71	12	16	14	0.2	(0.7)	1.3
600557.SH	康缘药业	74	12.71	23	2.63	4.33	5.18	6.09	17	14	12	0.3	0.7	0.7
603998.SH	方盛制药	26	5.82	40	0.64									

资料来源：wind、华安证券研究所（除标红外，均为wind一致预期2022/3/10）

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

新天药业：新药研发叠加二次开发，创新中药迎来收获期

股权激励结合
股权投资，放
大商业价值

公司成熟产品叠加创
新管线及二次开发，
可延展性强

中药政策推动行业发展，
创新中药崭露头角

公司于2021年4月发布激励计划，先后向60名激励对象授予限制性股票317万股，若公司2021-2023年营业收入相对于2020年分别增长**27%、61%、100%**，或三年同比增长均为**27%**，则可解除限售比例为100%。同时公司参股汇伦生物，逐步布局小分子化药成长“新空间”，重磅产品注射用西维来司他钠作为国内首个获批用于治疗急性肺损伤/急性呼吸窘迫综合征的药物，竞争格局极好，2020年上市之后的四个季度增速维持在**160%**以上。

公司注重4个成熟产品的二次开发：（1）妇科重磅产品和颜®坤泰胶囊（绝经期前后诸症）及坤立舒®苦参凝胶（阴道炎等妇科慢病），同其他妇科类产品贡献收入5.21亿元，占营业收入69%，预计2021-2023维持**30%**左右的增速。（2）宁泌泰®宁泌泰胶囊（下尿路感染及慢性前列腺炎），预计于2021-2023维持**30%**左右的增速。（3）即瑞®夏枯草口服液（清热解毒），拥有独家剂型，预计2021-2023维持**20%**左右的增速。此外术愈通颗粒（消化道术后治疗）、龙苓盆腔舒颗粒（盆腔炎后遗症）、苦莪洁阴胶囊（细菌性阴道病）3个全新创新中药已经完成三期临床，预计新产品销售峰值超过**30**亿元。

自2016年《中华人民共和国中医药法》颁布以后，国务院、国家药监局、国家中医药管理局、国家卫生健康委等部门陆续推动中医药建设工作，对上游原材料规范、医保扶持、审批优化等多方面规范，并在2020年将创新中药的注册分类单列。同时在**2021**年审批上市了**12**个中药新药，超过**2017-2020**年四年总和。

资料来源：公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

新天药业：新药研发叠加二次开发，创新中药迎来收获期

- 投资建议
- 我们预计公司2021-2023年营业收入分别为**10.04亿元**，**13.22亿元**，**16.90亿元**，分别同比增长**33.68%**、**31.72%**、**27.78%**，归母净利润分别为**1.02亿元**、**1.35亿元**、**1.87亿元**，同比增长**38.13%**、**31.98%**、**38.13%**，我们看好公司原有产品的临床疗效带来的从临床端到OTC端覆盖的放量、公司三个中药创新药完成三期临床即将获批带来的管线重估，公司在中药现代化持续努力带来成果的逐渐明晰，公司股权激励带来员工的积极性推动。维持“买入”评级。

新天药业财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	751	1004	1322	1690
收入同比 (%)	-2.9%	33.7%	31.7%	27.8%
归属母公司净利润	74	102	135	187
净利润同比 (%)	3.8%	38.1%	32.0%	38.1%
毛利率 (%)	78.0%	77.6%	78.3%	78.8%
ROE (%)	8.9%	10.5%	12.1%	14.4%
每股收益 (元)	0.64	0.62	0.82	1.14
P/E	25.22	33.88	25.67	18.58
P/B	2.30	3.55	3.12	2.67
EV/EBITDA	19.59	30.12	24.98	19.07

资料来源：wind（2022/3/10）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

贵州三力：贵州苗药传承者，品类持续丰富带来稳定增长

• 独家品种开喉剑喷雾剂，预计峰值约20亿元

- 公司独家品种开喉剑喷雾源自传统苗药验方，安全性高，疗效显著，使用方便，儿童依从性高，剂型优势突出。2009年开喉剑喷雾剂（儿童型）年进入国家医保目录品种，2014年开喉剑喷雾剂（儿童型）、开喉剑喷雾剂成为贵州省（市）名牌产品。2018年开喉剑喷雾剂（儿童型）成功入选由广东省卫生计生委和广东省中医药发布的《广东省手足口病诊疗指南（2018年版）》，并且是口咽部局部用药中唯一的儿童专用剂型。开喉剑系列在咽喉疾病中成药市场的排名从2011年的32位升至2017年的第4位，在儿童咽喉疾病中成药市场中连续多年销售第一。我们认为公司开喉剑喷雾剂属于传统中药配方，咽喉疾病发病率高，潜在就诊人群约4亿人，具备成为大单品的潜力，销售峰值市场占有率预计能够达到10%，每人次年均以2盒使用量计算，预计未来年销售峰值约20亿元。

• 儿童用药目前供给不足，国家积极鼓励儿童用药研发

- 我国当前儿童药物市场仍处于专用品种少、适宜剂型少、生产企业少的局面。儿童药的研发相对难度较大、周期更长、评价困难，而且部分成人药品也挤占了一定的儿童用药市场，这给儿童药物的研发与上市带来了困难。国家多次出台文件鼓励儿童药的研发，2016年，CDE发布了《关于临床急需儿童用药申请优先审评审批品种评定基本原则及首批优先审评品种的公告》，目前累计发布的三批鼓励研发申报儿童药品清单共计106个品种。儿童作为家庭的重要成员之一，家长对儿童的身体健康也更为关心，对儿童药的支付意愿高，支付能力强，整体上儿童药对医保的依赖度低。

• 公司着眼于长远，参与并购德昌祥拓展新品种

- 公司2020年参股汉方药业，目前持股25.64%。通过汉方药业，公司获得了芪胶升白胶囊、妇科再造胶囊等新品种。根据我们测算，芪胶升白胶囊、妇科再造胶囊分别有望成长为10亿元、5亿元的大品种。2022年2月6日公司发布公告，拟成为德昌祥的破产重整投资人，一次性出资2.32亿元取得德昌祥95%股权。“德昌祥”品牌为百年老字号，具备较大的影响力，前身为贵阳中药厂，具有众多优质药品批文。德昌祥产品中，妇科再造丸、杜仲壮骨丸、妇得康泡沫气雾剂、止喘灵气雾剂、天麻灵芝合剂（口服液）均为贵州省名牌产品。公司参与德昌祥药业的破产重整，能够帮助公司拓展产品种类，解决公司产品相对集中的风险，促进公司长远、健康发展。

贵州三力：贵州苗药传承者，品类持续丰富带来稳定增长

投资建议

- 我们预计，公司2021~2023年收入分别9.4/12.6/15.1亿元，分别同比增长49.8%/33.2%/20.0%，归母净利润分别为1.5/2.1/2.8亿元，分别同比增长62.5%/38.2%/31.8%，对应2021~2023年EPS为0.37/0.52/0.68元，对应估值为41X/30X/23X。鉴于公司独家品种增长潜力大，且公司持续并购，扩展新品类，公司未来3-5年业绩增长确定性高，维持买入评级。

贵州三力财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	630	944	1257	1508
收入同比 (%)	-28.69%	49.77%	33.17%	19.97%
归属母公司净利润	94	153	211	278
净利润同比 (%)	-29.40%	62.53%	38.17%	31.75%
毛利率 (%)	66.84%	69.80%	70.68%	71.44%
ROE (%)	9.57%	13.46%	15.68%	17.13%
每股收益 (元)	0.24	0.37	0.52	0.68
P/E	84.42	41.26	29.86	22.66
P/B	8.40	5.55	4.68	3.88
EV/EBITDA		33.03	24.37	18.74

资料来源：wind（2022/3/10）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



以岭药业：独创“络病证治”体系，创新中药前景广阔

“络病证治”理论体系
打造科研核心竞争壁垒

三大业务板块构建核心产品群，业绩增长和新药续航并存

中药政策利好不断，市场规模巨大

系统构建的络病理论体系分为络病学、脉络学、气络学三个部分，是三维立体的网络系统，从时间、空间、功能一致性的角度来进行研讨。同时，公司遵循中医学科规律，将“理论+临床+新药”有机结合，全面打造组分中药、复方中药、单体中药相结合的新药研发体系。在院士的带领下，公司研发投入和研发人员数量逐年递增，并以归国专家、外籍专家、博士等高层次人才作为研发骨干。后续有众多创新中药、创新化生药等进入临床和获批上市。

公司构建专利中药、化生药、健康产业协同发展的格局。专利中药部分有13个专利新药，覆盖心脑血管、呼吸、糖尿病、肿瘤、神经等重大疾病领域。

(1) 心脑血管领域3大创新中药通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊均纳入甲类医保和基药目录，贡献公司一半左右业绩，借助良好的品牌知名度和营销优化，预计**2021-2023 CAGR超过20%**。(2) 呼吸系统类药物包括连花清瘟胶囊和连花清咳片等，在院内院外中药感冒药市场份额中均处于前列，并且连花清瘟产品2020年销售超过40亿元，成为疫情治疗的大单品，预计**2021-2023 CAGR超过15%**。(3) 多个其他专利中药及化生药物持续临床开发，现有业绩叠加新药上市将带来更长续航能力。(4) 疫情相关及大健康等产业寻求海外市场，为公司业绩提供额外增速。

自2016年以来，我国中药利好政策层出不穷，包括医联体强化、新药申报审批减免/加速等。同时整个中药行业综合营收及利润也在逐年增长，**2011-2020营收和利润CAGR均为16%**。从细分领域来看，中药包括中成药、中药材、中药饮片等，其中中成药作为我国中药市场中的第一大品类，预计**2025年市场规模可到达7879.3亿元**。

资料来源：公司公告、华安证券研究所

以岭药业：独创“络病证治”体系，创新中药前景广阔

- 投资建议
- 我们预计公司2021-2023年营业收入分别为102.45亿元，122.70亿元，147.17亿元，分别同比增长16.66%、19.77%、19.94%，归母净利润分别为13.42亿元、16.12亿元、19.53亿元，同比增长10.12%、20.13%、21.16%，对应的PE为30.38X/25.29X/20.87X，我们看好公司现有心脑血管中药、呼吸系统中药、其他中药、化生药物及健康产业领域产品借助良好的品牌力、临床疗效所带来的放量能力。同时也看好公司以“络病证治”理论体系打造的科研壁垒。公司后续中药创新药及化生药物的逐步兑现将带来估值进一步提高。维持“买入”的评级。

以岭药业财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8782	10245	12270	14717
收入同比 (%)	50.8%	16.7%	19.8%	19.9%
归属母公司净利润	1219	1342	1612	1953
净利润同比 (%)	100.9%	10.1%	20.1%	21.2%
毛利率 (%)	64.5%	65.9%	66.0%	66.0%
ROE (%)	13.7%	12.5%	13.1%	13.7%
每股收益 (元)	1.02	0.80	0.96	1.17
P/E	24.97	30.38	25.29	20.87
P/B	3.44	3.80	3.30	2.85
EV/EBITDA	17.00	22.44	18.93	15.68

资料来源：wind（2022/3/10）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

4.2 品牌中药：具备历史和长久以来的人用经验

- **中药品牌降低认知门槛。** 中药本就起源于中国，并且发展历史久远。中药依托于中医治疗体系，中医相较于西医的线性科学思维，更符合东方的非线性哲学的多元思维。所以中药治疗更加重视患者体质和心理、社会和环境的多维致病作用，加上中药拥有天然的国货、自主品牌的标签，患者的认知门槛更低、依从性会更强。
- **中药品牌提升消费意愿。** 中医讲究“治未病”，即在未发生生理疾病的情况下提前调养干预，其实拥有健康保健品的属性，加之消费升级和健康意识提升的驱动，人们对中药的消费属性更强、接受程度会更高的，患者的自我驱动力也会更强。

中医体系与西医体系的区别



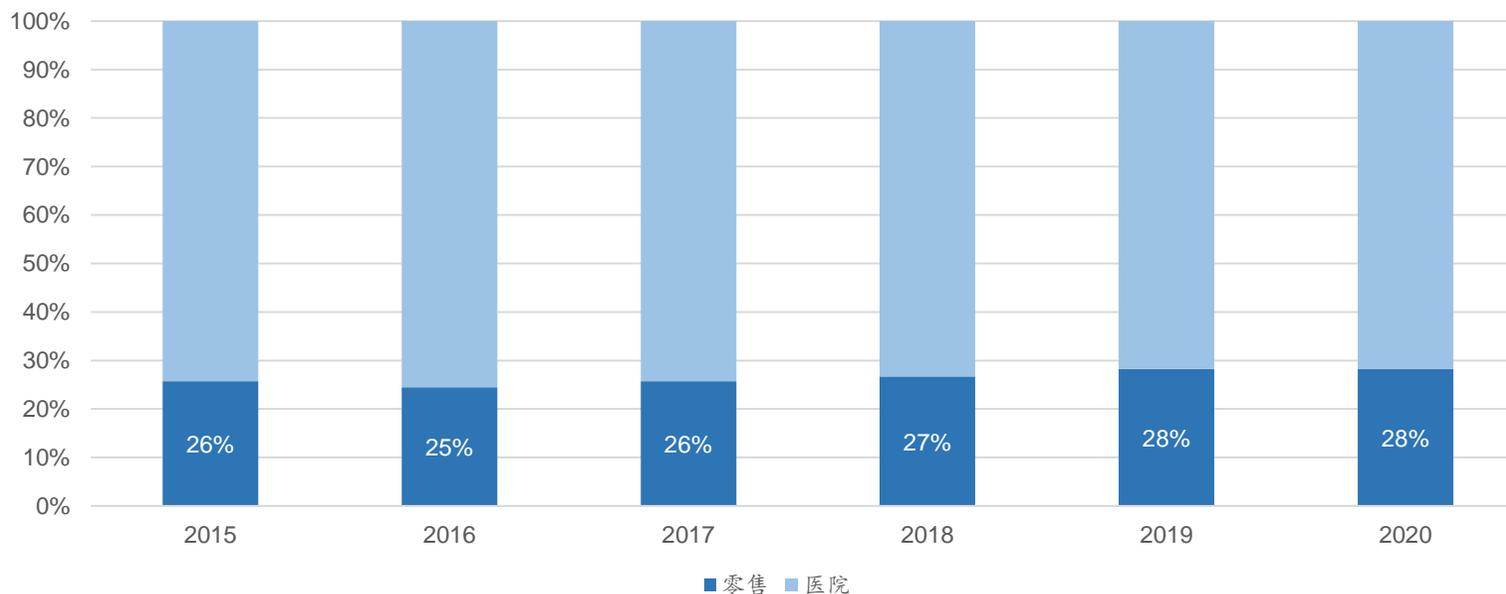
资料来源：CNKI、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

4.2 品牌中药：零售端的中药销售额呈现逐年上升趋势

- 零售端占比逐步提高。根据米内网的数据显示，零售端的中药销售额呈现逐年上升趋势，2020年我国中药渠道分布中，零售端占到28.2%，相较于2015年的25.7%有显著提升。说明了民众购买中药的渠道不再局限于医院，由于认知度的提升和便捷，药店成为购买中药的好选择。

我国中药销售渠道分布情况



资料来源：前瞻产业研究、华安证券研究所

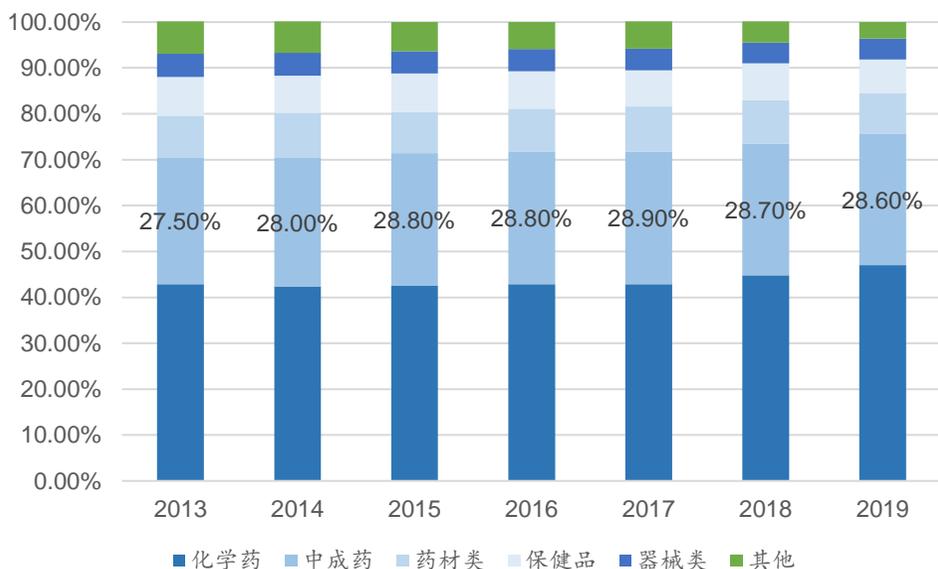
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

4.2 品牌中药：零售药店的主要中成药则以品牌中药为主

- 其中实体药店销售中成药的比例也是逐年提升，从2013年的27.5%提升到2019年的28.6%。药材类的占比基本稳定在9%左右水平。根据米内网数据，零售药店主要中成药则以品牌中药为主。
- 品牌中药在零售端具备消费属性，例如阿胶、片仔癀除了药用功能外，作为保健、礼品等方式来进行使用，从2019年米内公布的中国城市零售药店终端中成药品牌TOP10来看，都是大众耳熟能详的品牌。

实体药店药品销售类型占比



2019年中国城市零售药店终端中成药品牌TOP10

排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)
1	阿胶	东阿阿胶	39.31
2	感冒灵颗粒	华润三九医药	22.05
3	阿胶	山东福牌阿胶	15.75
4	京都念慈庵蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈总厂	15.32
5	健胃消食片	江中药业	13.73
6	舒筋健腰丸	白云山陈李济药厂	11.91
7	藿香正气口服液	太极集团涪陵制药厂	11.23
8	复方阿胶浆	东阿阿胶	10.99
9	安宫牛黄丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	10.28
10	急支糖浆	太极集团涪陵制药厂	9.64

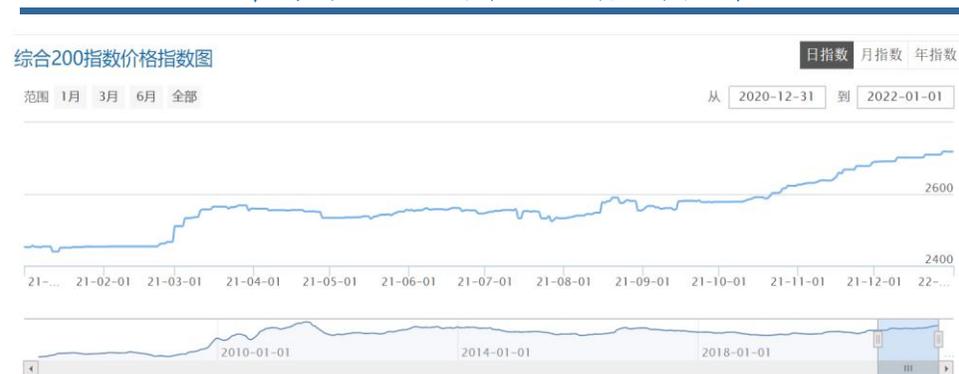
资料来源：米内、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

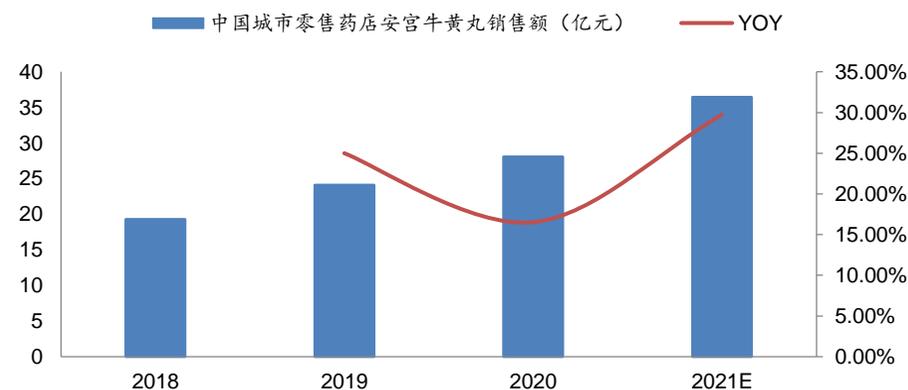
4.2 品牌中药：中药涨价，品牌中药直接受益

- 中药涨价，品牌中药直接受益：根据媒体报道，同仁堂下发价格调整通知，安宫牛黄丸(3克*丸/盒)的销售价格从780元提至860元，涨幅约为10%，2021年12月1日开始执行。随后多家公司也纷纷跟进。
- 核心原材料涨价+需求旺盛双轮驱动
 - 成本端：国内中药材行情上行趋势明显。根据中药材天地网编制的国内中药材综合200指数显示，2021年持续上涨趋势，全年上涨10.84%。中药材涨价是诸多因素叠加的结果。季节性因素、周期性因素、多因素扩大供给缺口（新版药典提高标准、新冠出口受阻进口受限、野生动物保护、产区洪涝灾害多发等）都是供给不足的原因。
 - 需求端：需求旺盛也带动终端价格不断上涨。以安宫牛黄丸为例，米内网数据显示，安宫牛黄丸是中国城市实体药店终端心脑血管中成药第一大品种，2019年超过20亿元，2020年同比增长16.52%，预计2021年突破30亿元大关。高增速也看出消费者对价格的接受度较高，对产品的高认可度带来价格的传导通路顺畅。

中药材天地网综合200指数价格图



近年中国城市实体药店终端安宫牛黄丸销售情况（亿元）



资料来源：中药材天地网，米内、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

4.2 品牌中药：股权激励纷纷落地

■ 国企改革成为主调，股权激励体现企业端信心

- 2021年中药上市公司中有15家公司实施或者公布了股权激励方案，从方案的综合梳理来看，解锁条件上利润端或者收入端未来复合增速基本落在10-30%之间（除少数基数低增速高的），参考过往三年的复合增长率，增速基本上调。
- 从主体上看，不乏国企也加入到股权激励的队伍之中。相对而言，由于考虑到经营、资产等相关问题，国企在股权激励的方案落地是相对困难。今年华润三九、江中药业、千金药业、金陵药业等多家国企纷纷进行股权激励改革，并在解锁条件上设置多维考核指标，以此来激发公司管理层积极性。

2021年实施股权激励计划中药公司

	激励总数(万股/万份)	激励总数占当时总股本比例(%)	期权初始行权价格(股票转让价格)	行权条件简化(仅增速相关指标)
健民集团[600976.SH]	106.24	0.69	13.89	剔除武汉健民大鹏药业，2020年为基数每年净利润20%
昆药集团[600422.SH]	256.00	0.34	4.16	2020年为基数，3年净利润10%
新天药业[002873.SZ]	317.00	2.71	8.75	收入增速中枢22%
康弘药业[002773.SZ]	1,488.00	1.62	22.28	2020年为基数，3年净利润10%
羚锐制药[600285.SH]	1,372.06	2.42	4.78	2020年为基数，未来3年净利润复合增长率20%
江中药业[600750.SH]	624.40	0.99	6.62	2020为基数，未来3年净利润复合增长率6%，且参考行业情况
贵州三力[603439.SH]	354.00	0.87	7.50	净利润约20%增速
信邦制药[002390.SZ]	8,336.00	4.11	7.32	净利润约25%增速
奇正藏药[002287.SZ]	13.80	0.03	16.80	收入15%增速
中恒集团[600252.SH]	4,989.84	1.44	1.76	净利润16.6%增速
华神科技[000790.SZ]	1,438.00	2.33	2.70	未来三年增长率为80%/130%/180%
千金药业[600479.SH]	1,255.52	3.00	4.30	收入增长率30%
华润三九[000999.SZ]	978.90	1.00	14.84	2020为基数，未来3年净利润复合增长率10%，且参考行业情况
特一药业[002728.SZ]	400.00	1.96	14.22	以2020年净利润为基数，2021-2023年净利润增长率不低于170%/300%/450%
金陵药业[000919.SZ]	720.00	1.43	3.69	以2020年业绩为基数，未来3年利润增长率不低于86%/97%（两年平均）/107%（三年平均）

资料来源：wind、华安证券研究所（*行权条件由于篇幅受限做出简化表述，以实际公

敬请参阅末页重要声明及评级说明解锁条件为准）

4.2 品牌中药：电商直通C端，品牌抢占消费者心智

■ 新渠道：电商直通C端，品牌抢占消费者心智

- 互联网技术的普及是立竿见影的，尤其是电商已经进入到生活的方方面面，其中医药电商在2020年疫情期间更是开展的如火如荼。根据米内网终端的药品销售统计，2020年在其他终端低增长甚至负增长的情况下，网上药店市场销售额达到243亿元，同比高速增长75.6%，网上渠道越来越成为厂家不可忽视的力量。在互联网直接打通消费者的场景下，从厂家、平台和消费者的角度，品牌价值更加凸显。
- 站在厂家角度：互联网破解空间&时间难题，直面消费者品牌溢价更加明显
- 互联网医疗发展到2020年已经进入一个相对成熟的阶段，无论是在医疗诊断端、医药电商端还是保险端，已经做到一定程度的整合和打通。对于厂家而言，药店的电商渠道成为直面消费的重要渠道，以此实现品牌的直达C端，而品牌的号召力得到充分体现。
- 而互联网医院也一定程度上解决部分中药的处方问题，将原先门诊、药店拿药的不正规拿药方式变得相对可控制和便捷，提升药品的放量。

2020年中国互联网医疗产业链图谱



资料来源：艾瑞咨询、华安证券研究所

4.2 品牌中药：电商直通C端，品牌抢占消费者心智

■ 站在消费者角度：电商平台满足自我选择

- 疫情后，更多人开始主动的全方位关注健康。根据丁香园发布的《2021国民健康洞察报告》中显示，在对 56196 名国民进行调研后，发现93%的人都选择身体健康是人生的头等大事，并且无论是哪个年龄段皆是将身体健康放在第一位。
- 面对健康焦虑，网络成为寻求解决方法的快捷之道。而电商将所有产品全部摆在消费者眼前，此时的消费者的决策将发生重要改变。买药决策从以前的“不知道买什么，需要听医生意见”，慢慢转变为在网络咨询和折扣等因素影响下的“我要买什么”。从相关调研数据显示，用户最关注的信息是药品包装品牌厂家，其次才是药品有效期和生产日期、药品说明书、价格、促销活动等。可以看出在电商的直面竞争中，头部品牌或者打造的爆款单品更能抓住用户。

• 在电商角度：品牌的引流作用明显

当下互联网医药电商平台仍处于相对低集中度时期，因此品牌药品的入驻带来的销量和广告效应会反向为电商平台引流拉新。因此，平台会更加重视品牌商品的进入。

以上三重因素叠加，品牌的力量更加凸显，呈现强者更强。

京东大药房首页展示突出品牌



资料来源：京东大药房、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

4.2 品牌中药：微创新打破药品研发壁垒

- **新品类：大健康产品拓展边界，品牌占据年轻人心智。快速迭代紧跟潮流，微创新打破药品研发壁垒**
- BCG2021年发布的《保障新品牌成长白皮书》就指出，当代中国新消费正在崛起，是从“我有什么”的人找货模式，向“消费者需要什么”的货找人模式转变。新消费主体占比不断提升，新消费浪潮下，对于品牌而言，最为关键的有两点：**品牌建设+直面消费者**。需要通过**抢占时间/触点、错位竞争以及跨品类视角**，来占领消费者心智。
- 而传统的药品很大的一个特点就是研发周期长，监管严格，相对的无法跟上消费者日新月异的需要。相较于传统的中药，日化、食品等日常用品无论是品种、包装还是规格上，创新周期都更短，更加符合当代消费者。在适合拉近与年轻人的距离、培养他们的消费习惯的同时，也将品牌认知植入其内心，增加后续对品牌中药的接受度。

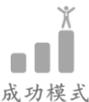
新消费场景的转变与机遇



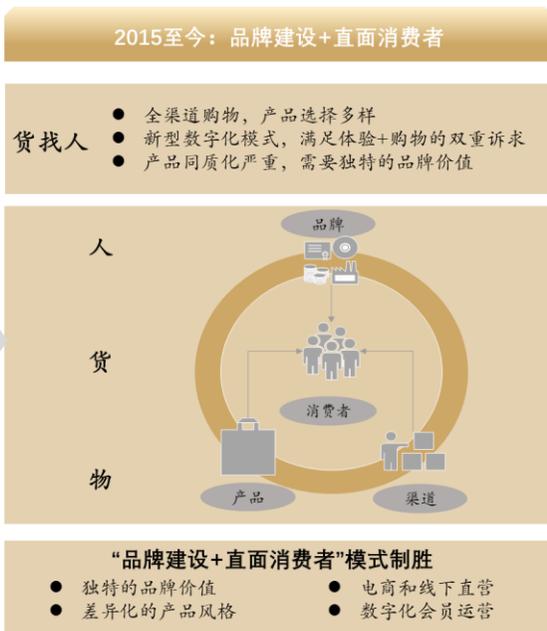
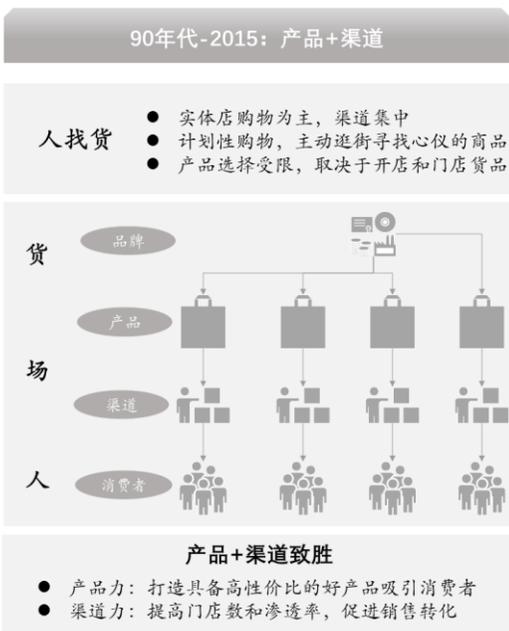
购物特征



渠道特征



成功模式



资料来源：BCG、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

4.2 品牌中药：投资建议及关注标的

■ 投资建议：

- 我们持续推荐：同仁堂、广誉远、华润三九、健民集团、片仔癀、云南白药。
- 建议关注：济川药业、羚锐制药、寿仙谷、江中药业、佐力药业、东阿阿胶、太极集团、九芝堂、千金药业、特一药业等标的。

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE (TTM)	净利润 (亿元)				PE			PEG		
					2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600085.SH	同仁堂	577	39.83	47	10.31	12.99	15.24	17.46	44	38	33	1.7	2.2	2.3
600771.SH	广誉远	165	32.40	-115	0.32	-3.32	0.44	1.72	(50)	372	96	0.0	(3.3)	0.3
000999.SZ	华润三九	345	33.18	19	15.97	20.16	23.39	25.63	17	15	13	0.7	0.9	1.4
600976.SH	健民集团	88	55.08	32	1.48	3.31	4.32	5.37	27	20	16	0.2	0.7	0.7
600436.SH	片仔癀	1,882	310.79	77	16.72	24.33	29.68	36.87	77	63	51	1.7	2.9	2.1
000538.SZ	云南白药	1,028	78.98	28	55.16	37.95	51.77	60.23	27	20	17	(0.9)	0.5	1.0
600566.SH	济川药业	206	21.60	12	12.77	16.64	19.23	21.21	12	11	10	0.4	0.7	0.9
600285.SH	羚锐制药	74	12.19	19	3.25	4.00	4.87	5.83	18	15	13	0.8	0.7	0.6
603896.SH	寿仙谷	82	52.52	41	1.52	2.00	2.50	3.19	41	33	26	1.3	1.3	0.9
600750.SH	江中药业	76	11.73	14	4.74									
300181.SZ	佐力药业	61	8.80	34	0.89	1.79	2.33	3.17	34	26	19	0.3	0.9	0.5
000423.SZ	东阿阿胶	225	34.04	62	0.43	4.50	10.44	13.88	50	22	16	0.1	0.2	0.5
600129.SH	太极集团	105	17.87	35	0.66	-2.38	4.23	6.38	(44)	25	16	0.1	(0.1)	0.3
000989.SZ	九芝堂	83	9.23	26	2.72	3.32	4.78	6.10	25	17	14	1.1	0.4	0.5
600993.SH	马应龙	92	20.68	20	4.19	4.85	5.57	6.27	19	17	15	1.2	1.1	1.2
600479.SH	千金药业	49	11.04	16	2.97									
002728.SZ	特一药业	34	14.84	29	0.44									

资料来源：wind、华安证券研究所（除标红外，均为wind一致预期2022/3/10）



同仁堂：历史铸就品牌，改革焕发新生

• 三百五十余年铸就大品牌

- 同仁堂品牌始创于1669年(清康熙八年)，至今已有352年历史，是首批中华老字号企业。同仁堂股份隶属与同仁堂（集团），也直接或间接控股集团旗下的两家港股上市公司（同仁堂科技、同仁堂国药），三家上市公司分别覆盖传统剂型、现代剂型和海外销售，共同打造同仁堂老字号品牌。
- 公司2021年完成核心管理层改革，原公司总经理邱淑兵接任董事长。董事长邱淑兵曾历任公司各项业务部门，经验丰富，其余核心管理团队也都是业务出身，有能力推进公司业务的进一步向好发展。并且也正是在2021年公司迎来业绩回升，2021年前三季度公司实现营业收入106.83亿元，同比增长18.00%；归母净利润9.2亿元，同比增长28.67%。

• 安宫牛黄丸绝对龙头，大品种战略深扎市场

- 安宫牛黄丸一直是传统中药中的知名品种，而同仁堂在众多竞争企业中是绝对的龙头，2019年占据市场份额高达74.5%。并且公司对安宫牛黄丸定价权掌握十足，近20年来同仁堂三次公开调整安宫牛黄丸的售价，最近一次是在2021年底，安宫牛黄丸(3克*丸/盒)的销售价格从780元提至860元，涨幅约为10%。随着需求的不断提升和中药材成本的渠道，我们认为同仁堂安宫牛黄丸预计未来仍有持续的提价空间。公司产品数量丰富，拥有400+个常年生产中成药品种，27+种中成药产品剂型。并且紧密围绕大品种战略，前五大产品销售持续回暖，2021年上半年，公司销售前五名的品种实现收入22.37亿元，同比增长22.84%。

• 利空因素逐步消除，营销改革成效显著

- 一方面利空因素消除。2019年和2020年公司经历了一段时间的阵痛期，但现在已经逐步消除。1.蜂蜜门事件影响消除，公司处理及时有效；2.疫情影响逐步消化。2020年上半年疫情下公司工业和商业两大板块都受到冲击，随着疫情的常态化，公司经营产能问题得到解决。经营影响逐步消除，2020年实现归母净利润10.31亿元，同比增长4.67%。3.产能问题得到解决。2020年子公司同仁堂科技位于大兴生产基地及唐山基地正式投产，部分产品生产供应压力逐渐得到缓解。
- 另一方面营销改革成效显著。公司销售团队于2020年启动营销改革，通过打造“4+2”（四个事业部加两个专项小组）经营模式。此举缩减了经销商层级合理分配渠道利润，又直通了终端药店提升药店销售积极性。改革以来，2020年第三季度同比增速转正，并一直延续增长，2021年前三季度分别同比增长22%/23%/9%，公司营收逐季度向好。

同仁堂：历史铸就品牌，改革焕发新生

投资建议

- 我们预计，公司2021~2023年收入分别150.0/173.2/197.1亿元，分别同比增长16.9%/15.5%/13.8%，归母净利润分别为13.0/15.2/17.5亿元，分别同比增长26.0%/17.3%/14.6%，对应2021~2023年EPS为0.95/1.11/1.27元，对应估值为44X/38X/33X。维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12825.88	14995.06	17315.51	19706.74
收入同比 (%)	-3.40%	16.91%	15.47%	13.81%
归属母公司净利润	1031.44	1299.14	1523.90	1746.00
净利润同比 (%)	4.67%	25.95%	17.30%	14.57%
毛利率 (%)	47.04%	47.35%	47.84%	48.42%
ROE (%)	10.49%	11.67%	12.04%	12.12%
每股收益 (元)	0.75	0.95	1.11	1.27
P/E	31.78	44.42	37.87	33.05
P/B	3.33	5.18	4.56	4.01
EV/EBITDA	10.73	13.36	11.28	9.42

资料来源：wind（2022/3/10）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



广誉远：老字号落叶归根，期待国药精品涅槃重生

• 国药精品，落叶归根

- 广誉远始创于明嘉靖二十年（公元1541年），距今已有近500年的历史。公司拥有龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸四大核心品种以及其他共百余种传统中药批准文号。股权几经波折后，2021年正式回归山西，公司控股股东由原先的东盛集团变更为晋创投资（持股14.53%，山西国资委控股）。公司一直坚持精品中药路线，综合毛利率相对较高，并且精品中药占比持续提升，2020年精品中药已经占整体营收20%以上。

• 重回山西国有控股，期待治理结构进一步改善

- 2021年9月3日，晋创投资与神农科技集团签署委托协议，其所持有的广誉远股权表决权委托给神农科技集团行使，意味着神农科技集团接管。人事上原董事长张斌申请辞去公司董事长职务但仍担任公司董事、总裁。选举鞠振为公司第七届董事会董事长。并选鞠振、李晓军、刘兆维为第七届董事会董事。三人均来自山西国资，意味着山西国资接掌广誉远董事会。
- 神农科技集团是山西省属农业旗舰劲旅，是整合山西省农业科技资源组建而成的山西省属国有大型农业科技企业，可以期待神农科技今后为广誉远的长远健康可持续发展提供坚实支撑和广阔空间。

• 核心品种产品力极强，学术+营销构建双重驱动力

- 公司核心产品群为龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸以及养生酒，都具有极强的产品力和市场空间。定坤丹作为宫闱圣药，独占鳌头，为2020年中国城市零售药店中成药妇科用药TOP1。龟龄集有500历史保密配方，并且龟龄集一直在寻求其他治疗领域的新突破，逐步扩充产品的治疗人群。安宫牛黄丸因其选材炮制精良被评为“国家级非物质文化遗产”。养生酒围绕“药渠+餐饮+电商”三线并举，战略旗帜鲜明，成为保健酒的生力军。
- 公司始终坚持以学术引领和科研创新为持续发展的动力源泉，一方面重点围绕定坤丹、龟龄集、安宫牛黄丸的循证医学研究，另一方面通过经典名方相关基础探究中药制剂化学成分研究。截止2021年6月在研项目26项，累计发表相关论文200余篇，硕果累累。
- 营销上一手抓终端医院，开展线下传播活动，提升广誉远产品和品牌的市场形象。另一方面与连锁龙头、中小药店共同合作，提高公司产品零售终端覆盖率和产出率。经过长时间的渠道搭建，相信未来放量可期。

广誉远：老字号落叶归根，期待国药精品涅槃重生

投资建议

- 我们预计，公司2021~2023年收入分别8.9/12.6/16.3亿元，分别同比增长-19.7%/41.5%/29.7%，归母净利润分别为-3.3/0.4/1.7亿元，分别同比增长-1137.2%/113.4%/287.7%，对应2021~2023年EPS为-0.67/0.09/0.35元。维持“增持”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1109.43	891.09	1260.64	1634.74
收入同比 (%)	-8.85%	-19.68%	41.47%	29.68%
归属母公司净利润	32.00	-331.92	44.45	172.34
净利润同比 (%)	-75.40%	-1137.17%	113.39%	287.71%
毛利率 (%)	71.25%	67.74%	73.12%	76.08%
ROE (%)	1.33%	-15.96%	2.09%	7.50%
每股收益 (元)	0.07	-0.67	0.09	0.35
P/E	213.29	—	371.57	95.84
P/B	3.05	7.94	7.77	7.19
EV/EBITDA	179.95	—	77.54	43.89

资料来源：wind（2022/3/10）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

华润三九：股权激励多维条件彰显公司发展信心，静待“三九”品牌价值获得重估

- 华润集团大健康重要一环，业绩稳定受北向资金关注
 - 公司产品覆盖领域广，产品线丰富，是华润集团大健康板块中重要一环。华润三九主营核心业务定位于CHC健康消费品和RX处方药领域，2020年公司拥有年销售额过亿元的品种21个，“999”品牌可以说是家喻户晓。公司自身业绩稳定增长，现金流优秀，深受北向资金青睐。
- 激励方案设置多维考核，彰显公司发展信心
 - 2021年12月2日，公司发布2021年限制性股票激励计划(草案)，拟授予284名激励对象限制性股票978.9万股，授予价格为14.84元/股。激励方案颇具亮点，一方面是央企股权激励会考虑方方面面，方案落地本身就彰显公司的优秀能力。另一方面方案解锁条件设置多维目标，其中扣非归母净利润增长率目标的达成条件并非10%的基础增速这么简单容易。所以有理由判断，本次多维化方案将更能激发公司的潜能。
- 持续挖掘“三九”品牌价值，新变化带来新发展
 - 公司两大业务线中，虽然处方药受政策影响较大，但CHC业务凭借“三九”极强的品牌效应，已经成为公司最主要的营收来源。并且公司也一直在此基础上进行探索变化，通过新产品、新营销手段和新电商渠道拓展市场边界，看好未来公司品牌延伸下的新领域的拓展。
 - 另外华润三九作为最早6家的中药配方颗粒试点企业之一，在试点结束后的市场扩容期，其先发优势将充分得以彰显，中药配方颗粒业务量价齐升值得期待。

华润三九：股权激励多维条件彰显公司发展信心，静待“三九”品牌价值获得重估

投资建议

- 我们预计，公司2021~2023年收入分别160.5/182.7/203.6亿元，分别同比增长17.7%/13.8%/11.4%，归母净利润分别为20.2/23.4/25.6亿元，分别同比增长26.2%/16.1%/9.6%，对应2021~2023年EPS为2.06/2.39/2.62元，对应估值为17X/15X/13X。维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13637.26	16050.47	18273.45	20356.10
收入同比 (%)	-7.82%	17.70%	13.85%	11.40%
归属母公司净利润	1597.49	2015.50	2339.27	2562.78
净利润同比 (%)	-23.89%	26.17%	16.06%	9.55%
毛利率 (%)	62.46%	61.39%	61.70%	61.43%
ROE (%)	11.64%	12.80%	12.94%	12.41%
每股收益 (元)	1.63	2.06	2.39	2.62
P/E	15.30	17.10	14.73	13.45
P/B	1.78	2.19	1.91	1.67
EV/EBITDA	8.14	5.00	3.79	2.78

资料来源：wind（2022/3/10）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

健民集团：四百年老字号，大鹏助力展翅高飞

- 四百年老字号，股权激励彰显信心**
 - 健民集团的前身为始创于明崇祯十年（1637年）的叶开泰。公司作为中华老字号企业，拥有“健民”、“龙牡”、“叶开泰”三大品牌。主导品种龙牡壮骨颗粒为集团的独家产品，是儿童健康成长药物领域的知名品牌。2021前三季度收入26.1亿元，同比增长62.2%；而归母净利润为2.6亿元，同比增长104.4%，前三季度已经超过2020年全年业绩。并且2021年公司进行股权激励来绑定核心管理层利益，解锁条件为剔除大鹏投资收益后的归母净利润未来三年复合增速不低于20%。
- 龙牡壮骨更新换代焕发新生，新品种推广和研发双重驱动打开增长空间**
 - 医药工业端儿科业务是公司的主要营收来源，借助公司独家保护品种龙牡壮骨颗粒的品牌升级，2021上半年公司儿科收入为4.8亿元，同比增长119%。根据推算，龙牡壮骨颗粒所处的营养补充剂市场规模超过130亿元，依靠其在儿童补充剂领域中极强的产品力和品牌力，有望成为10亿级别的大单品。
 - 公司整体研发工作稳步推进，其中中药1.1类新药利胃胶囊已于2021年年底获批；小儿止咳糖浆及牛黄小儿退热贴Ⅲ期临床研究进展顺利等。
 - 公司推广渠道资源丰富，通过广告持续传播、KA连锁合作、空白市场开发等举措，保持了主导产品规模、利润的稳步提升，其中两个潜力单品健脾生血颗粒/片和通便胶囊的销量也是近年来逐步加速。我们认为，借助成熟的推广渠道，新品种推广和研发将有望为公司带来新的增长点。
- 参股公司健民大鹏：体外培育牛黄堪称中药材届的“钻石新星”**
 - 公司于2005年参股健民大鹏药业，目前持股比例为33.54%。健民大鹏药业拥有的体外培育牛黄是国家中药1类新药品种，而体外培育牛黄能够替代天然牛黄的，因此完美填补了天然牛黄供应不足的空间。并且体外培育牛黄依靠产能可以保证、价格更便宜的优势，越来越被下游客户所认可。
 - 2012-2020年健民大鹏营收和净利润高速增长，2020年营业收入为4.8亿元，8年复合增长率为23%；2020年净利润为2.9亿元，8年复合增长率为37%。未来继续看好健民大鹏在体外培育牛黄量价齐升下的高速增长。

健民集团：四百年老字号，大鹏助力展翅高飞

投资建议

- 我们预计，公司2021~2023年收入分别32.7/39.7/45.8亿元，分别同比增长33.2%/21.3%/15.4%，归母净利润分别为3.3/4.3/5.4亿元，分别同比增长124.3%/30.4%/24.2%，对应2021~2023年EPS为2.16/2.82/3.50元，对应估值为27X/20X/16X。维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2456.00	3272.61	3969.54	4579.40
收入同比 (%)	9.69%	33.25%	21.30%	15.36%
归属母公司净利润	147.79	331.43	432.14	536.70
净利润同比 (%)	61.53%	124.26%	30.39%	24.19%
毛利率 (%)	40.64%	43.32%	46.39%	48.11%
ROE (%)	11.22%	20.11%	20.77%	20.51%
每股收益 (元)	0.96	2.16	2.82	3.50
P/E	26.45	26.58	20.38	16.41
P/B	2.96	5.34	4.23	3.37
EV/EBITDA	42.15	14.66	11.19	8.54

资料来源：wind（2022/3/10）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

片仔癀：一核量价齐升，两翼拓展边际，国药瑰宝站上新台阶

- 当之无愧的国药瑰宝，业绩保持持续增长
 - 片仔癀有近五百年的发展历史，以其卓越的疗效而闻名。其处方和工艺被列为国家秘密，并被列入国家中药一级保护品种，是中国中成药保护的最高级别。公司近年来营收和归母净利润实现了快速增长，特别是2014年提出“一核两翼”战略以来，增速明显增加，营收结构日益丰富。
- 多因素驱动片仔癀量价齐升，供需上还没有到平衡点
 - 量增：片仔癀作为拥有五百年历史的传统中药企业，其医疗价值和保健价值得到了时间的检验。片仔癀拥有双重消费属性，并延伸出三大主要使用场景。1.肝病用药领域：中国是肝病大国，预计到2022年肝病中成药市场在零售端的规模将达到37亿元。以片仔癀在零售端的占据半壁江山，起到主导作用。2.日常保健和解酒：高额的保健费用针对高净值人群，在高净值人群健康意识增强和消费升级的驱动下，加之体验馆的铺设和推荐，各地域高净值人群的渗透率逐步提升。
 - 价升：片仔癀拥有国家保护的双绝密配方，稀缺性凸显，享有充足的定价权。成本端上片仔癀原材料天然麝香和天然牛黄十分珍贵，在两种关键原材料的涨价趋势下，片仔癀价格的提升以对冲成本压力。
- “两翼”羽翼初丰，不仅仅是衍生品，而是与片仔癀相辅相成，拓展边界
 - 公司“一核两翼”的战略发展格局中明确指出：“以保健药品、保健食品和特色功效化妆品、日化产品为两翼。保健药品、保健食品和特色功效化妆品、日化产品便是其徐徐展开的双翼，其中特色功效化妆品、日化产品一翼已经羽翼初丰，为公司提供营收和利润。
 - 并且日化和化妆品业务不仅仅是衍生品，而是与片仔癀相辅相成，互为补充。片仔癀为两翼提供了好配方、好故事和好疗效；两翼提升了片仔癀认识度，降低了人群接受度，并两翼拓展片仔癀边界。一方面丰富了公司的收入来源，另一方面，用另外一种形式，借助传统中医药文化，赋予片仔癀新的生命力。随着市场的发展和公司的推广，两翼业务会成为重要的收入来源，促进公司大健康产业战略进一步发展。

片仔癀：一核量价齐升，两翼拓展边际，国药瑰宝站上新台阶

投资建议

- 我们预计，公司2021~2023年收入分别80.3/94.0/112.7亿元，分别同比增长23.3%/17.1%/19.9%，归母净利润分别为24.3/29.7/36.9亿元，分别同比增长45.6%/22.0%/24.3%，对应2021~2023年EPS为4.03/4.92/6.11元，对应估值为77X/63X/51X。维持“买入”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6510.78	8025.85	9401.17	11274.90
收入同比 (%)	13.78%	23.27%	17.14%	19.93%
归属母公司净利润	1671.52	2432.96	2967.73	3687.45
净利润同比 (%)	21.62%	45.55%	21.98%	24.25%
毛利率 (%)	45.16%	50.45%	51.36%	52.76%
ROE (%)	21.26%	23.63%	22.38%	21.75%
每股收益 (元)	2.77	4.03	4.92	6.11
P/E	96.57	77.34	63.41	51.03
P/B	20.53	18.28	14.19	11.10
EV/EBITDA	79.13	61.48	51.51	41.28

资料来源：wind（2022/3/10）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



云南白药：百年名药，百年品牌，成就大健康领导者

• 百年名药，百年品牌，成就品牌价值

- 云南白药作为国家最高保密级别，有着百年的悠久历史。公司不仅仅局限于原有的白药传统药用功效，而是不断推陈出新，向大健康领域延伸拓展，一步步发展出超50亿元销售规模的大健康产品，在多项品牌排行榜中持续稳居行业首位，是当之无愧的中国大健康领域的领军者。体现在基本上，过去十年，公司收入和归母净利润保持优质稳定增长。收入端由2010年的100.75亿元增长至2020年的327.43亿元，实现CAGR13%；归母净利润端由2010年的9.25亿元增长至2020年的55.16亿元，实现年复合增长率20%。

• 四大事业部各有特点，齐头并进

- 1) 药品事业部：包括传统的云南白药药品、透皮贴膏以及其他普药，其中白药贴膏以及气雾剂针对骨伤科大赛道，创可贴品牌连续3年得分最高，普药板块拥有较为完备的产品体系。2019年药品事业部收入为44.0亿元，毛利率（母公司为主导）稳步提升至2021年Q1的55.6%。
- 2) 健康产品事业部：长期优质增长，成为公司增长的核心动力。2020年收入达53.9亿元，同比增长15.1%，占公司总收入的16.5%。其中牙膏市占率继续稳居第一，2020年云南白药牙膏的国内市场占有率为22.20%，具有强大品牌影响力。并且不局限于牙膏，而是云南白药以牙膏为成功典范，拓展至洗护用品、卫生用品以及美妆用品，开启大健康全产业链之路。
- 3) 中药资源：受三七价格下滑影响，2019年板块收入增长停滞。但公司一直主打豹七三七，建全产业链体系，打造高标准、高品质的豹七三七，进一步强化豹七品牌在豹七中高端市场的占位。渠道上有序推进以“白药生活+体验店”为主导的新零售模式，“白药生活+”体验店持续收获好口碑，截至2020年已开店18家，开店规模逐年稳步提升。
- 4) 省医药公司：2020年云南省医药公司营收215亿元，公司作为云南省内龙头，市占率不断提高。加上定增参与全国龙头医药商业公司上海医药，白药作为战略投资者拟认购金额共计112.29亿元，持有上海医药18.02%的股份，期待两者的强强联合。

• 改革激发白药新活力

- 混改完成：2019年，为期四年的混改工作圆满落地。引入民营资本，通过无实际控制人方式协商共进；管理团队去行政化，回归到市场化的逻辑当中；增强白药资金实力，公司成为医药产业收购、资源整合的平台，开启战略规划和国际化布局。
- 产业新布局：借力混合所有制改革和吸收合并整体上市为公司带来的体制机制活力和资金资源优势，公司以市场化运作思路进行了下一步战略调整和产业布局。资金运作也是动作频频，先后在工业大麻、抗体、投资、医美等热门领域发力，彰显自身大健康管理战略方向。
- 引入新管理人才：2021年3月聘任华为前副总裁董明为云南白药集团股份有限公司首席执行官（CEO）；2022年1月聘任美国约翰·霍普金斯大学医学院生化、细胞及分子生物学博士，北京大学教授张宁担任首席科学家。打造科技+研发的全方位人才布局，为未来发展奠定基础。

云南白药：百年名药，百年品牌，成就大健康领导者

投资建议

- 我们预计，公司2021~2023年收入分别383.9/441.7/505.4亿元，分别同比增长17.3%/15.0%/14.4%，归母净利润分别为37.9/51.8/60.2亿元，分别同比增长-31.2%/36.4%/16.3%，对应2021~2023年EPS为2.96/4.04/4.70元，对应估值为27X/20X/17X。维持“增持”投资评级。

财务摘要及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2020	2021	2022	2023
营业收入	32742.77	38392.76	44169.91	50538.14
收入同比 (%)	10.38%	17.26%	15.05%	14.42%
归属母公司净利润	5516.07	3794.63	5176.90	6023.09
净利润同比 (%)	31.85%	-31.21%	36.43%	16.35%
毛利率 (%)	27.75%	28.10%	28.31%	28.59%
ROE (%)	14.50%	9.07%	11.01%	11.35%
每股收益 (元)	4.32	2.96	4.04	4.70
P/E	26.30	27.10	19.86	17.07
P/B	3.81	2.46	2.19	1.94
EV/EBITDA	30.36	14.47	10.11	8.01

资料来源：wind（2022/3/10）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

4.3 中医服务：中医医院诊疗渗透率仍有提升空间

- 中医诊疗人次缓慢增长，庞大的潜在需求待转化。从诊疗人次看，2020年中医医院（中医综合医院+中医专科医院）共有5.18亿人次接受诊疗，2015-2020 CAGR 1.3%。若剔除疫情扰动，2015-2019 CAGR 4.9%，总体来看增速缓慢。中医类总诊疗量包括中医类医院诊疗量、中医类门诊部诊疗量、中医类诊所诊疗量、其他机构中医类临床科室诊疗量，2020年中医类总诊疗10.58亿人次，2015-2020 CAGR 3.1%。若剔除疫情扰动，2015-2019 CAGR 6.4%，中医医院诊疗复合增速超过中医类总诊疗，发展增速可期。**2020年中医类诊疗量占总诊疗量的16.8%**，和2015年15.7%的渗透率相比增量不大，就诊人次和快速膨胀的需求相比仍处于较低的水平。

中医医院诊疗量上升（万人次），渗透率仍有提升空间



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴2021》、华安证券研究所

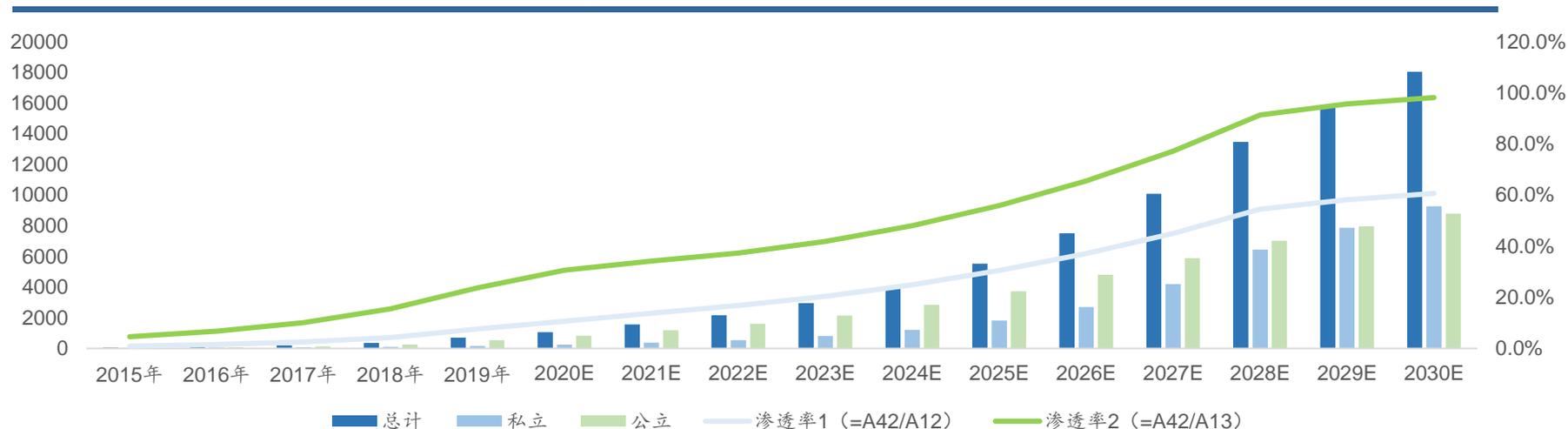
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

4.3 中医服务：线上线下结合的模式成为未来行业发展新风向

- 线上线下结合的模式成为未来行业发展新风向。公立中医医院和中医门诊部自2015年已经开始提供线上医疗服务，服务种类非常简单，如网上挂号等。2018年后，互联网平台逐步显现出其服务范围广、业务数量增多（诊疗互动、中医科普等）等多个优势，因此具备线上线下业务联动的中医医疗服务备受关注，渗透率不断提高。根据弗若斯特沙利文的数据，具备线上+线下场景的中医医疗服务供应商从2015年的50亿元膨胀至2019年的690亿元，CAGR 91.8%，预计2030年达到1.8万亿元，CAGR 29.4%，在中医大健康领域发展潜力远超其他赛道。

中国具备线下及在线医疗服务网络的中医行业参与者的市场规模及渗透率（亿元）



渗透率1=具备线下及在线医疗服务网络的中医医疗健康提供商的市场规模 / 中医大健康产业的市场规模；渗透率2=具备线下及在线医疗服务网络的中医医疗健康提供商的市场规模 / 中医大健康行业诊疗板块的市场规模

资料来源：固生堂招股书、华安证券研究所

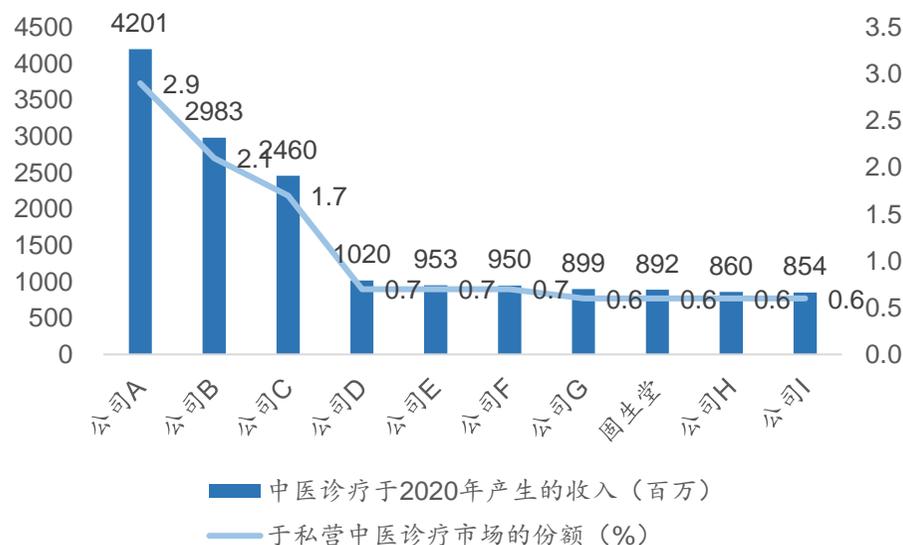
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

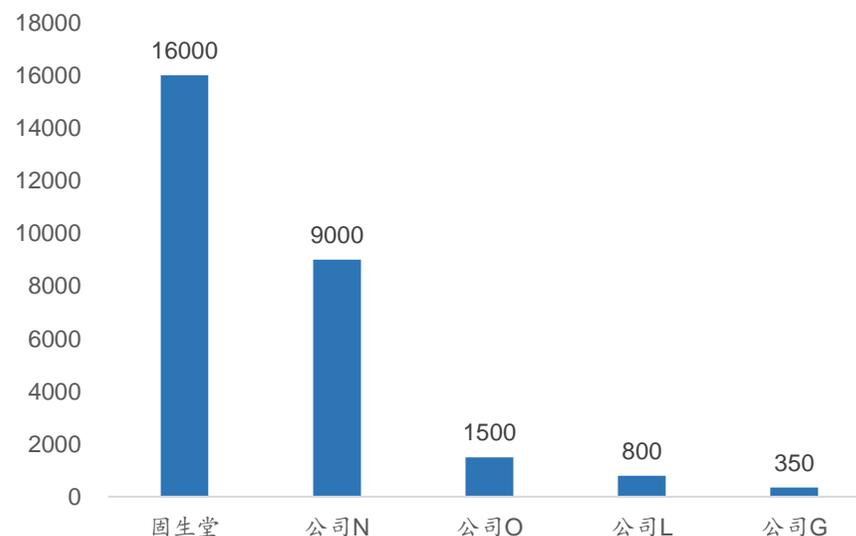
4.3 中医服务：中医药行业竞争激烈，赛道内玩家分散

- 中医药行业竞争激烈，赛道内玩家分散。从竞争格局看，目前中医医疗服务赛道内玩家众多，规模不等，分布极其分散。根据弗若斯特沙利文的数据，按照中医诊疗于2020年产生的收入排名来看，固生堂在前十位中排名第八，市占率0.6%，行业内仍存在诸多小型玩家，尚待整合。从机构拥有的医师数量来看，固生堂的医师团队数量全国第一，和全国中医师总量相比仍具备很大提升空间。

行业竞争激烈，赛道内玩家具备上升潜力



中医医疗服务机构中医师数量对比



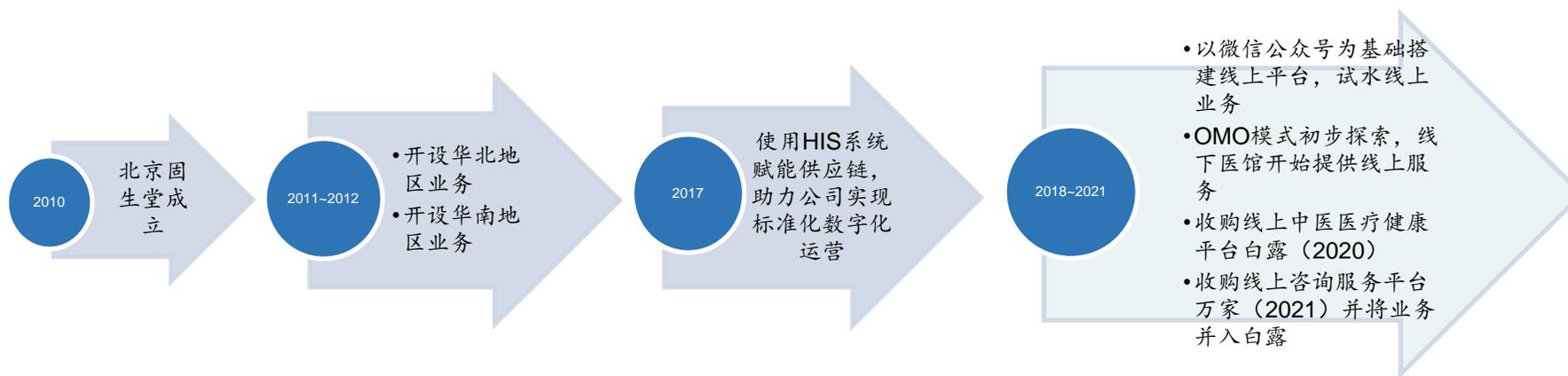
资料来源：固生堂招股书、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

4.3 中医服务：固生堂OMO模式

- 固生堂（2273.HK）：连锁中医服务先锋，新中医诊疗模式开拓者
 - 立足中医医疗服务，致力于打造全流程健康管理，线上线下业务全面布局。固生堂成立于2010年，创立初期名为北京固生堂，集传统中医医疗、传统中医教学、中医推广、线上互联网中医平台运营等为一体，通过经营中医院为患者提供医疗服务，满足客户多样化的医疗健康管理需求，打造中医医疗全生命周期的场景。公司以OMO模式（Online-Merge-Offline，行业平台型商业模式）为发展的底层逻辑进行业务扩张，2021年12月10日正式登录港交所。
 - 公司是中医连锁品牌先行者，以连锁化、品牌化的模式进行扩张，布局华北、华东、华南等地区。公司立足广州，辐射北京、深圳、佛山、中山、无锡、南京、福州、上海、苏州、昆山、成都、宁波等地区，截至目前公司管理线下私立营利性医疗机构**42家**（其中**32家**线下医疗机构系并购，**10家**为自建，**39家**为定点医疗机构）、覆盖**11个城市**，线上医疗健康服务平台白露覆盖全国**56个城市**；截至目前，公司总计为**31个省**、**343个城市**的客户提供线上线下服务。



资料来源：固生堂招股书、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

4.3 中医服务

- 固生堂 (2273.HK)：连锁中医服务先锋，新中医诊疗模式开拓者
- 明星医师具备引流效应，**top**医生创收能力持续增强。根据固生堂招股书的数据，拥有引流效应的明星中医师能够为公司持续带来收入，2020年公司top1医师贡献1360万元左右，贡献客户就诊7800余次。未来随着公司医师团队的进一步建设和扩大，将有更多明星医师加入，为公司带来业绩和客户数量的双重提高。
- 新客入水口放开、旧客出水口缩窄，次均消费保持平稳，通过精细化的口碑运营提高客户数量和复诊率，未来发展空间广阔。根据招股书的数据，公司新客数量持续上升，2020年受疫情影响有所下滑，但不影响总体客户群体的上升，且在2021上半年形成快速反弹；复诊率持续提高；次均消费维持在500~520元。

明星中医师创收能力强

2020A	收入 (千元)	占收入比例	客户就诊次数
医师A	13,668	1.50%	7,858
医师B	13,273	1.40%	12,954
医师D	12,742	1.40%	4,140
医师F	11,168	1.20%	9,648
医师C	10,469	1.20%	14,340
小计	61,500	6.60%	
总计	925,366	100%	

客户复诊率和新客数逐年提高

运营指标	2018	2019	2020	2021H1
新客户 (人)	333,418	377,199	361,754	227,500
年度累计客户 (人)	915,052	1,292,251	1,654,005	1,881,505
就诊次数 (千次)	1,440	1,740	1,787	1,181
累计客户就诊次数 (千次)	3,729	5,468	7,256	8,437
复诊率	50.90%	55.10%	57.50%	61.50%
就诊次均消费 (元)	504	515	518	507

- 根据公司招股说明书披露的信息，公司拟通过本次IPO获得的融资金额投入至：1) 通过并购和自建在22、23年**新建19家医院**；2) 在中药研发方面加大投入；3) 以HIS为基础进一步完善供应链整合能力。根据公告，公司以29港元的发行价发行27,878,000股股份，实际募集资金8.08亿元港币。

资料来源：固生堂招股书、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

4.3 中医服务：维持固生堂（2273.HK）“买入”评级

- 固生堂是行业领先的中医诊疗服务提供商，将传统中医和现代诊疗手段相结合，打造OMO线上+线下业务联动的模式并得到成功验证。公司具备强大的业务整合、外延扩展和内生管理的能力，登录联交所后有望通过募得资金快速推动未来两年战略落地，持续扩大线下业务覆盖区域、优化线上平台，最终打造成为中国最大的智能化、产品化、平台化的新中医体系。我们看好公司强大的业务整合能力，精细化运营、HIS系统进一步为公司赋能。以93亿港元（2022-03-02）、0.81汇率因素计算，公司2022/2023年总营收16.8/21.9亿元人民币，经调整净利润2.2/3.1亿元人民币，经调整P/E为36/25x。

固生堂财务摘要及预测

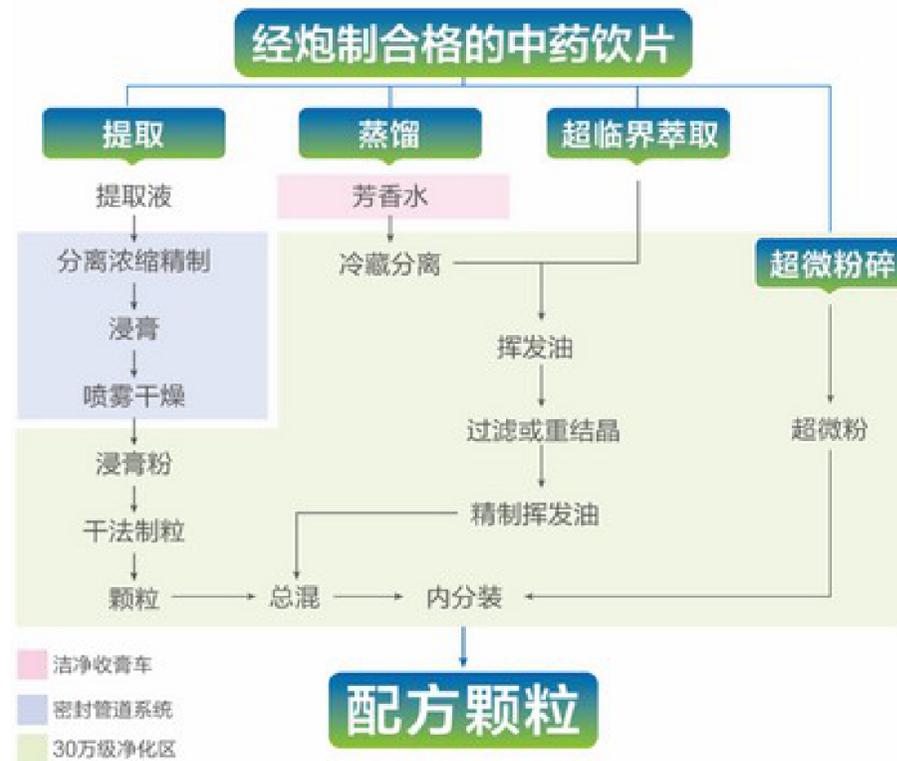
	2020A	2021E	2022E	2023E
	925	1281	1681	2189
同比 (%)		38%	31%	30%
归属于母公司净利润	-256	-122	203	289
同比 (%)		-52%	-266%	42%
经调整净利润	85	155	220	310
同比 (%)		82%	42%	41%
P/E	—	-27.67	40.40	27.19
经调整P/E	68	51	36	25
毛利率	47.28%	44.57%	45.34%	46.01%
净利率	-27.55%	-9.56%	12.07%	13.20%
经调整净利率	9%	12%	13%	14%

资料来源：wind（2022/3/10）、华安证券研究所

4.4 中药配方颗粒：市场扩容尘埃落定

- 2021年2月10日，由国家药监局、国家中医药局、国家卫健委和国家医保局共同发布的《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，标志着中药配方颗粒的试点结束。
- 按照优品研究院的定义，中药配方颗粒是由单味中药饮片经提取浓缩制成的、供中医临床配方用的颗粒，是用符合炮制规范的传统中药饮片作为原料，经现代制药技术提取、浓缩、分离、干燥、制粒、包装精制而成的一种统一规格、统一剂量、统一质量标准的新型配方用药。
- 中药配方颗粒优势突出，随证加减，药性强、药效高；并且不需要煎煮、安全卫生，解决了传统中药易霉变、易虫咬等问题。配方颗粒的安全性和疗效更有保证。

中药配方颗粒生产工艺流程



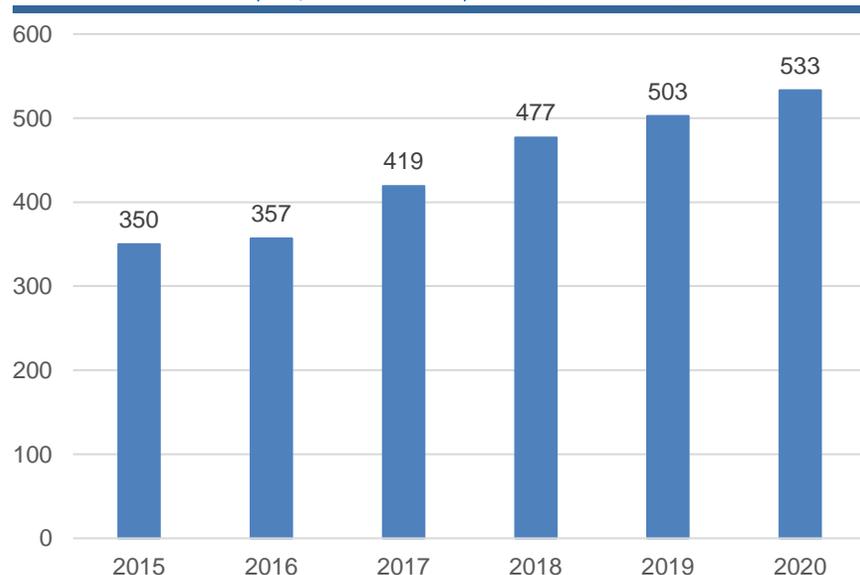
资料来源：优品金融、新绿色、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

4.4 中药配方颗粒：格局稳定，6家国家级试点企业市占率超80%以上

- 中药配方颗粒行业格局来看，6家国家级试点企业占据超80%以上的市场，并有上市药企布局中药配方颗粒。根据工信部数据显示，2019年、2020年中药配方颗粒市场规模分别约503亿元、533亿元，未来市场空间有望进一步打开。
- 由于此前仅有6家中药配方颗粒的试点生产企业，也导致现阶段市场头部集中。其中中国中药旗下广东一方+天江药业规模最大超过100亿元，其他10-50亿元企业为红日/新绿色/华润三九。

中药配方颗粒市场规模（亿元）



中药配方颗粒市场格局

名称	公司	特点	营销模式	总部所在地	市场分布	市场规模
广东一方	中国中药	第一个国家级中药配方颗粒试点生产企业	代理为主	广东	全国	
天江药业	中国中药	中国首家中药饮片改革试点单位	代理为主	江苏	江苏、黑龙江、吉林	>100亿元
北京康仁堂	红日药业	建立了行业内第一个质量控制体系	直营为主	北京	主要集中在京津等北方地区	10-50亿元
深圳三九	华润三九	运营稳定，体量大	直营与代理	广东	广东	10-50亿元
四川新绿色	—	发展速度快	直营与代理	四川	四川、重庆、云南	10-50亿元
倍力药业	—	六家中唯一的外资企业	—	广西	香港、广西	<10亿元

资料来源：药智网、头豹研究院、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

4.4 中药配方颗粒：市场扩容+成本推动价格提升+集采预期

■ 趋势：市场扩容+成本推动价格提升+集采预期

- 市场需求供给双向扩容。**中药配方颗粒试点结束代表着企业参与不再只是试点企业，质量标准的设定意味着符合标准即可进入，天士力、香雪制药、佛慈制药、康美药业等多家企业都在加紧布局中药配方颗粒市场。**需求端**来看，销售的范围直接由原先的二级及其以上中医院拓宽至具有中医执业的各级医疗机构。这也意味着使用的场景和范围质的提升。
- 成本推动价格提升。**新的标准设定下对中药配方颗粒的来源、制备方法、性状、鉴别方法、特征图谱、浸出物、当量换算、储存、含量测定方法及测定结果等各个方面做出限定和要求。按照规定，国家药品标准由国家药典委结合试点工作经验组织审定的中药配方颗粒来分批公布；省级标准在符合《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求》下由省级药品监督管理部门制定。不出意外，标准的提升也将带来成本上扬。
- 集采预期。**在国务院决定常态化制度化开展药品和高值医用耗材集中带量采购的背景下，中药配方颗粒标准的设定以及市场的扩容不得不面对的就是集采。
- 但就目前中药配方颗粒所处的现状来看，还有很多方面的问题没有解决，一方面是标准的设定、国标与省标之间的差异等等问题还没有明确；另一方面中药配方颗粒本身具有资源属性，成本压力下价格的设定有待商榷。因此预期降幅相较于化药品种有望更加缓和。

集采常态化下的中药集采



资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

4.4 中药配方颗粒：投资建议及关注标的

- 投资建议：
- 我们持续推荐华润三九，建议关注中国中药和红日药业。

股票	股票	总市值	收盘价	PE	净利润（亿元）				PE			PEG		
代码	名称	（亿元）	（元）	（TTM）	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
000999.SZ	华润三九	345	33.18	19	15.97	20.16	23.39	25.63	17	15	13	0.7	0.9	1.4
0570.HK	中国中药	201	3.90	9	16.63	21.18	25.91	31.56	10	8	6	0.3	0.3	0.3
300026.SZ	红日药业	184	5.87	27	5.73	6.88	10.38	13.81	27	18	13	1.3	0.3	0.4

资料来源：wind、华安证券研究所（除标红外，均为wind一致预期2022/3/10）

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

目录

- 1. 中医药政策全面梳理
- 2. 中医药行业全景观
- 3. 中药板块行情复盘
- 4. 中医药赛道精选
 - 4.1 中药创新药
 - 4.2 品牌中药
 - 4.3 中医服务
 - 4.4 中药配方颗粒
- 5. 投资建议
- 6. 风险提示



5. 投资建议

政策边际向好的背景下，看好中医药行业未来景气度持续上升，建议关注相关最为受益的赛道标的。

■ 推荐标的（已覆盖）及建议关注标的：

- 中药创新药：新天药业（已覆盖，买入评级）、贵州三力（已覆盖，买入评级）、以岭药业（已覆盖，买入评级）、天士力、康缘药业、方盛制药等；
- 品牌中药：同仁堂（已覆盖，买入评级）、广誉远（已覆盖，增持评级）、华润三九（已覆盖，买入评级）、健民集团（已覆盖，买入评级）、片仔癀（已覆盖，买入评级）、云南白药（已覆盖，增持评级）、济川药业、羚锐制药、寿仙谷、江中药业、佐力药业、东阿阿胶、太极集团、九芝堂、马应龙、千金药业、特一药业等；
- 中医服务：固生堂（已覆盖，买入评级）；
- 中药配方颗粒：华润三九（已覆盖，买入评级）、中国中药、红日药业等。

6. 风险提示

- **政策不确定性：**
 - 中药属于整体医药的一个环节，因此受到整体医药政策的影响。政策和市场不确定性的都可能导致收入和利润增长低于预期。
- **原材料供应波动的不确定性：**
 - 中药生产一直依赖中药材原料，而原材料大部分属于自然动植物，其在种植或者养殖中极易受到天气、自然灾害等诸多因素的影响。因此中药原料价格上涨可能存在波动性。
- **市场竞争程度的不确定性：**
 - 市场化竞争下产品竞争力会随着替代品的加入而下降，从而导致中药市场增长不及预期的风险。
- **疫情进展的不确定性：**
 - 国内疫情反复可能会导致行业正常运行受到影响，从而带来公司经营层面波动，可能导致收入和利润增长低于预期。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

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

行业评级体系

- 增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

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



谢谢!