

► **政策持续鼓励支持，中国医药行业进入高质量发展阶段。**中医药行业具有独特的疾病防治属性、产业价值和文化属性，在政策支持和国民认可度逐步提高的大环境下，有望逐步实现行业加速成长、市场规模稳步扩张和个股业绩的持续稳健增长，当前正处于中药高质量发展起点。

► **中医药发展规划重点清晰，多维度利好行业发展，各部门持续落地相关政策鼓励支持中医药产业持续健康发展。**为深入贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的十九大精神，认真落实习近平总书记关于中医药工作的重要论述，中央国务院发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》，为中医药传承创新发展提出了重要指导。在国家级文件的指导下，分管部门/地方政策相继出台，国务院办公厅发布《“十四五”中医药发展规划》等，国家药监局、国家医疗保障局和国家中医药局发布《中药材生产质量管理规范》、《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展的若干措施》等多个文件，明确审评标准，对行业提出高标准发展要求，以预防行业乱象，推动产业高标准快速发展。

► **政策鼓励焕发市场新活力，中医药各细分板块加速发展。**1) **研发评审**：“三结合”评审体系推动中药临床证据科学化落地。2) **支付端**：中成药、中药饮片集采陆续落地，降幅相对温和。3) **基药用药**：中成药不仅数量增加，同时在基药目录总品种数的占比，也从 2009 版的 33% 增加至 2012 版和 2018 版的 39%，新版中有望进一步增加。4) **中药饮片和配方颗粒**：2022 年《中药材生产质量管理规范》对中药饮片从源头进行把关。中药配方颗粒试点结束，新国标陆续实施，看好配方颗粒市场扩容。5) **中医服务**：2023 年《深化医药卫生体制改革 2023 年下半年重点工作任务》为中医药服务发展指明任务与方向。6) **人才建设**：2022 年国家发布《关于加强新时代中医药人才工作的意见》，深入推进中医药人才队伍建设。7) **国企改革**：国改、混改注入更强发展动力，业绩有望进一步提升。

► **投资建议**：中医药板块成长确定性强，当前板块估值约 29X (TTM)，建议重点关注以下方向：1) 中医药 OTC：消费属性强、集采风险小，我们重点关注两个方向，一是具有全渠道覆盖能力和品牌实力的标的，建议关注华润三九、昆药集团、葵花药业、羚锐制药、佐力药业、健民集团、济川药业、九芝堂等；二是拥有独家品种、保密品种的标的，建议关注东阿阿胶、广誉远、同仁堂、片仔癀、寿仙谷等。2) 国改、混改板块：太极集团、达仁堂、康恩贝等。3) 创新中药：康缘药业、以岭药业、方盛制药、新天药业等。4) 中医诊疗服务：处于快速增长期，建议关注固生堂。5) 中药饮片/配方颗粒：红日药业、中国中药、神威药业等。6) 中药 CRO 服务：博济医药等。7) 上游中药材种植与贸易：珍宝岛、康美药业、振东制药等。

► **风险提示**：1) 政策变动风险；2) 产品研发失败风险；3) 产品销量不及预期的风险；4) 集采产品供应量不足的风险；5) 疫后复苏不及预期的风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
000423.SZ	东阿阿胶	51.67	1.21	1.58	1.93	43	33	27	推荐
600436.SH	片仔癀	282.90	4.10	5.11	6.29	69	55	45	推荐
600750.SH	江中药业	18.53	0.95	1.11	1.30	20	17	14	推荐

资料来源：，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价；)

推荐

维持评级



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

研究助理 宋丽莹

执业证书：S0100121120015

邮箱：songliying@mszq.com

相关研究

1. 医药行业周报：关注院外方向，创新产业链、医药制造和医药消费-2023/08/13
2. 医药行业点评：GLP-1 海外进展迅速，礼来实现在 GLP-1 全布局-2023/08/13
3. 行业专题研究：迈百瑞招股说明书梳理-2023/08/07
4. 医药行业周报：聚焦中报，关注 CXO、院外 OTC 及眼科产业链等方向-2023/08/06
5. 医药行业政策点评：多项政策落地，多元支付机制支持创新药械发展-2023/08/04

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

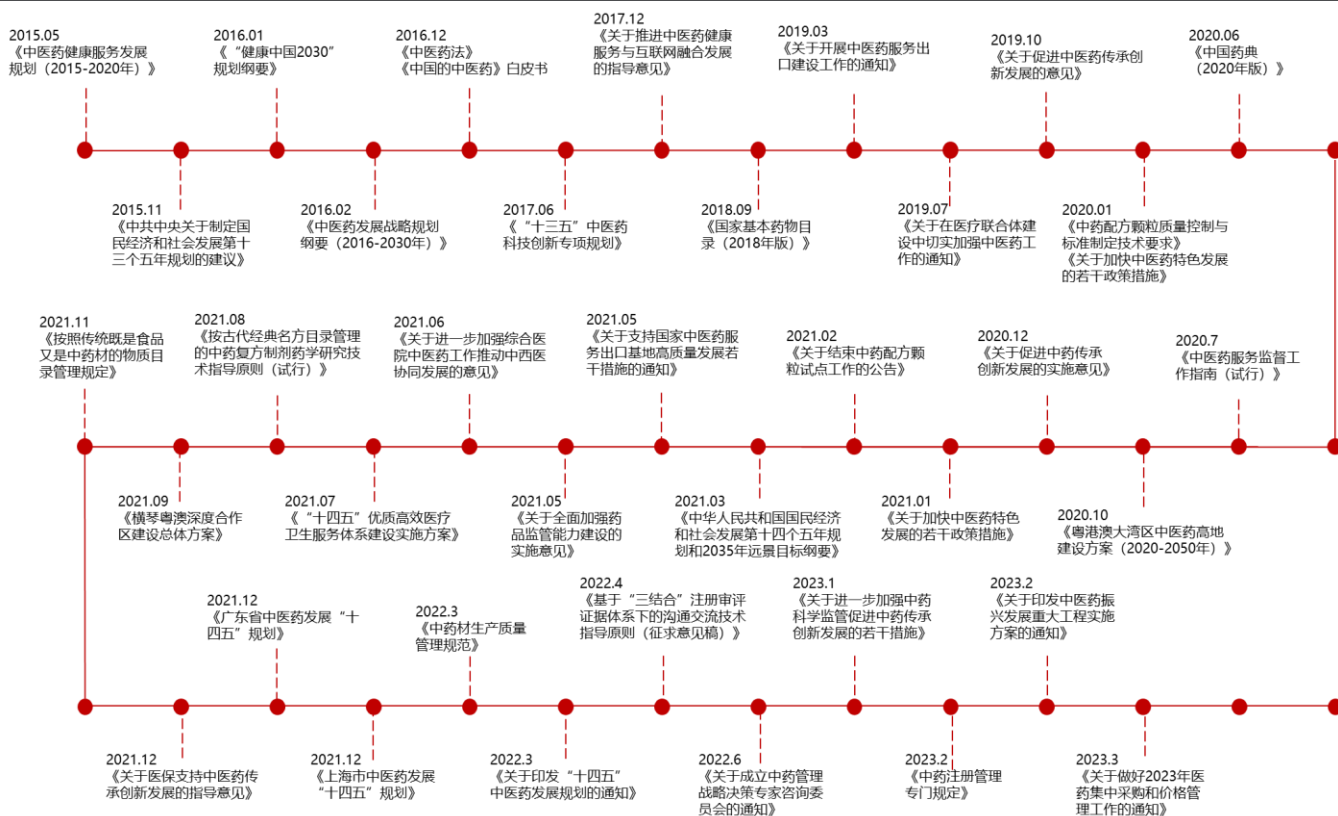
1 中医药利好政策频发，聚焦板块高质量发展	3
1.1 “十四五”以来多因素催化，中医药利好政策不断	3
1.2 政策鼓励焕发市场活力，长期看好中医药板块投资价值	4
2 政策鼓励焕发市场新活力，中医药各细分板块发展如火如荼	5
2.1 中药研发评审全流程改革，助力中药传承创新	5
2.2 集采新规落地，整体降幅温和可控	7
2.3 基药目录调整新规，“986”政策加强基药考核	8
2.4 中药饮片板块利好政策频发，市场稳健增长	11
2.5 深化医药卫生体制改革，诊所备案制加速中医服务触角延伸	13
2.6 深入推进人才队伍建设，提升人才质量和使用效能	15
2.7 中医药国企改革：国改、混改注入更强发展动力	15
3 投资建议	17
3.1 行业投资建议	17
3.2 重点公司	18
4 风险提示	24
插图目录	28
表格目录	28

1 中医药利好政策频发，聚焦板块高质量发展

1.1 “十四五”以来多因素催化，中医药利好政策不断

中医药政策频发，为中医药传承发展保驾护航。2021年3月6日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平看望参加全国政协十三届四次会议的医药卫生界、教育界委员并参加联组会时发表讲话：“要做好中医药守正创新、传承发展工作，建立符合中医药特点的服务体系、服务模式、管理模式、人才培养模式，使传统中医药发扬光大”。传承和发展中医药是我们的责任和使命，也是国家一直关注和扶持的对象。因此，国家出台了一系列相关的政策和指示，为中医药的发展奠定坚实基础。

图1：2015-2023.2 中医药政策梳理

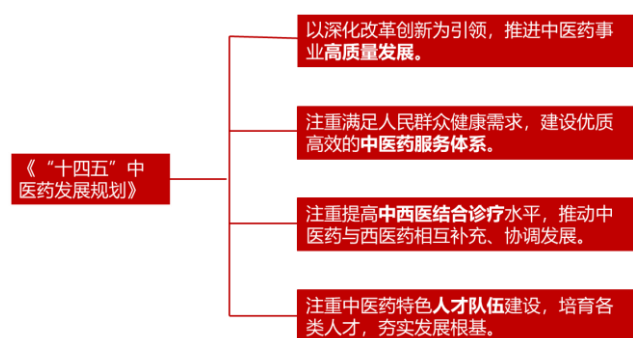


资料来源：中国政府网，中国法院网，国家医保局，国家药监局等政府网站，民生证券研究院整理

中医药发展战略规划清晰，多维度利好中医药行业发展，各部门持续落地相关政策鼓励支持中医药产业持续健康发展。为深入贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，认真落实习近平总书记关于中医药工作的重要论述，中央国务院发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》，为中医药传承创新发展提出了重要意见。在国家级文件的指导下，分管部门/地方政策相继出台，国务院办公厅发布《“十四五”中医药发展规划》，《关于印发中医药振兴发展重大工程实施方案的通知》，国家药监局、国家医疗保障局和国家中医药局发布《中药材生产

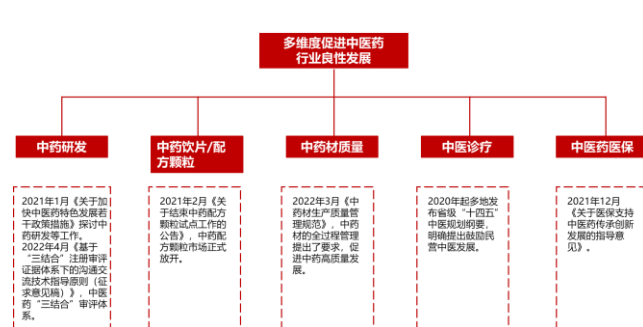
质量管理规范》、《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展的若干措施》、《关于成立中药管理战略决策专家咨询委员会的通知》等多个文件，不仅明确了审评标准，还对行业提出高标准发展要求，以预防行业乱象，推动产业高标准快速发展。其中，《“十四五”中医药发展规划》从“高质量发展”、“中医药服务体系”、“中西医结合”以及“中医药人才建设”四个方面为中医药的传承发展作出重要战略规划。分项细化审评标准，细则落地推动行业高质量快速发展。

图2：《“十四五”中医药发展规划》



资料来源：中国政府网，民生证券研究院

图3：2020-2023 年中医药政策多维度利好行业发展

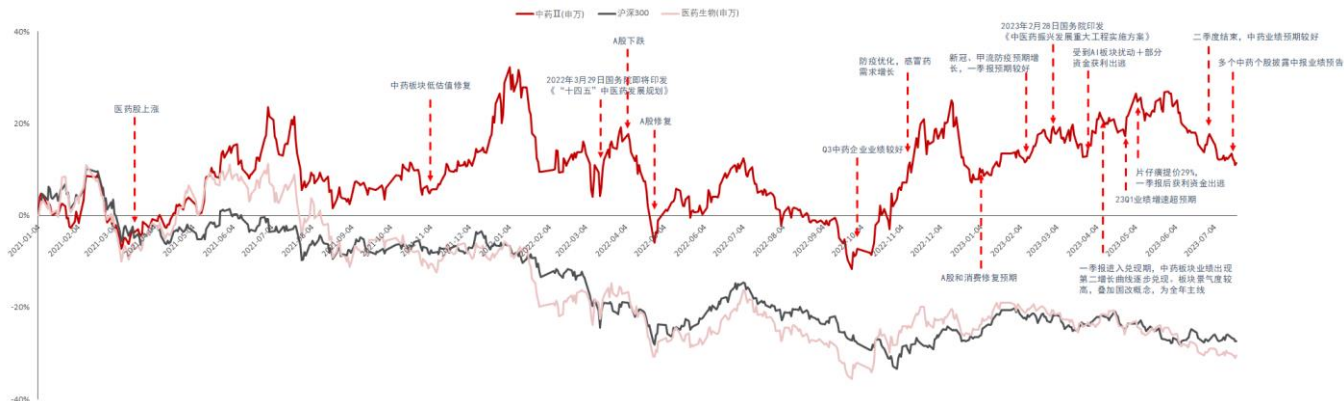


资料来源：中国政府网，国家药监局，发改委等政府网站，民生证券研究院

1.2 政策鼓励焕发市场活力，长期看好中医药板块投资价值

“十四五”以来多因素催化，长期看好中医药板块投资价值。2021 年以来，中药板块迎来多因素催化，支持政策逐步落地和出台；2021 年国内疫情防控得当，个股业绩显著修复，进一步带动板块估值修复，迎来戴维斯双击。进入 2022 年，疫情防控难度相较于 2021 年更大，2022H1 药品终端销售不佳，叠加 A 股波动较大，2022M4-M9 中药板块呈现下行趋势；2022M11 获益于新冠管控优化，终端对感冒药等需求量快速提升，中药板块快速拉升。2023 年 Q1 获益于新冠订单和渠道补库存需求，中药业绩表现亮眼。由于 2022 年受到疫情影响，中药板块业绩表现较为一般，随着 2023 年疫情影响逐步消退，我们判断 2023Q2 中药板块表现增速仍较好。

图4：中药（申万）、沪深 300、医药生物（申万）股价涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院绘制

2 政策鼓励焕发市场新活力，中医药各细分板块发展如火如荼

2.1 中药研发评审全流程改革，助力中药传承创新

新版中药注册管理发生重大变革，利好中药新药开发。2020年9月，《中药注册分类及申报资料要求》正式发布，中药注册分类重大改革，分类更简洁，充分适应中药研发规律。“三结合”评审体系推动中药临床证据科学化落地。相比化学药，中药知识产权保护期限或更持久，有利于增加企业护城河。

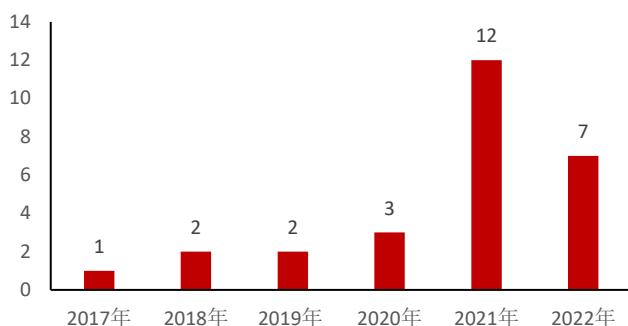
表1：中药创新政策梳理

时间	发布部门	政策名称	主要内容
2009-05	国务院	关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见	强调了中医药在深化医疗卫生体制改革中的重要作用。文件从宏观层面指明中医药产业发展方向，并强调要按照中医药的特点和规律管理和发展中医药，并坚持中西医结合、并重、相互补充、协调发展。
2016-02	国务院	中医药发展战略规划纲要(2016—2030年)	明确未来十五年我国中医药发展方向和工作重点，促进中医药事业健康发展。到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。
2016-12	全国人大常委会	中华人民共和国中医药法	为继承和弘扬中医药，保障和促进中医药事业发展，保护人民健康制定。
2017-10	中共中央办公厅、国务院办公厅	关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见	为促进药品医疗器械产业结构调整和技术创新，提高产业竞争力，满足公众临床需要，就深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新提出改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施方面的意见。
2018-04	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。
2019-10	国务院	中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见	促进中医药传承与开放创新发展：挖掘和传承中医药宝库中的精华精髓；加快推进中医药科研和创新；推动中医药开放发展。
2020-12	国家药监局	促进中药传承创新发展的实施意见	促进中药守正创新：坚持以临床价值为导向；推动古代经典名方中药复方制剂研制；促进中药创新发展；鼓励二次开发；加强中药安全性研究。
2021-12	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	指出要充分认识到医保支持中医药传承创新发展的重要意义；关于医保支持中医药传承创新发展的工作上从五个方面提出了十五条要求；强调各地医保部门、中医药主管部门要高度重视医保支持中医药传承创新发展有关工作。
2022-04	四部委	关于加强新时代中医药人才工作的意见	到2025年，符合中医药特点的人才培养、评价体系基本建立，人才规模总量快速增长，区域布局、专业结构更趋合理，促进人才成长吸引集聚的制度环境明显优化，培养造就一支基本满足中医药发展需求的人才队伍。实现二级以上公立中医医院中医医师配置不低于本机构医师总数的60%，全部社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆、配备中医医师。
2022-05	国务院	“十四五”国民健康规划	夯实中医药高质量发展基础；开展中医药活态传承、古籍文献资源保护与利用；提升中医循证能力；促进中医药科技创新。
2023-01	国家药监局	关于印发进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展若干措施的通知	持续推动中药评价体系的研究和创新。优化中药审评审批体系和机制，推进注册“未端”加速变为向“前端”延伸的全程加速，制定发布实施《中药注册管理专门规定》，加快推进中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”审评证据体系建设，建立完善以临床价值为导向的多元化中药评价技术标准和临床疗效评价方法。
2023-02	国家药监局	中药注册管理专门规定	在药品注册管理通用性规定的基础上，进一步对中药相关要求进行了细化，加强中药新药研制与注册管理，促进中医药传承创新发展。
2023-02	国务院	关于印发中医药振兴发展重大工程实施方案	在中医药科技重点项目研究中提出，研发一批临床疗效好、科技含量高、创新性强、拥有自主知识产权的中药新药。

资料来源：中国政府网，国务院，国家药监局等政府网站，民生证券研究院

中药创新研发快速崛起：2021 年 11 款中药新药获批，2022 年 7 个新药获批。《药品注册管理办法》将中药注册按照中药创新药（1 类）、中药改良型新药（2 类）、古代经典名方中药复方制剂和同名同方药（3 类）等进行分类。2021 年共批准 12 个中药新药上市，批准数量创新高，2022 年获批 7 个中药新药。

图5：近 6 年中药新药（1-3 类）获批数量（个）



资料来源：米内网，民生证券研究院

中药创新药为 1 类中药，2022 年纳入医保比例超 85%。中药创新药被划分为 1 类中药，以突出疗效新为特色，重视临床价值评估，注重满足尚未满足的临床需求，并与以往仅要求在国内未上市的要求不同，应达到国内外均为新药的要求。2021 年获批的 12 个中药新药中，有 7 个属于 1 类中药，这 7 款 1 类中药除虎贞清风外均被纳入 2022 年医保目录。2022 年获批的 7 个中药新药中，有 3 个属于 1 类中药。

表2：2021-2023 年获批上市 1 类中药

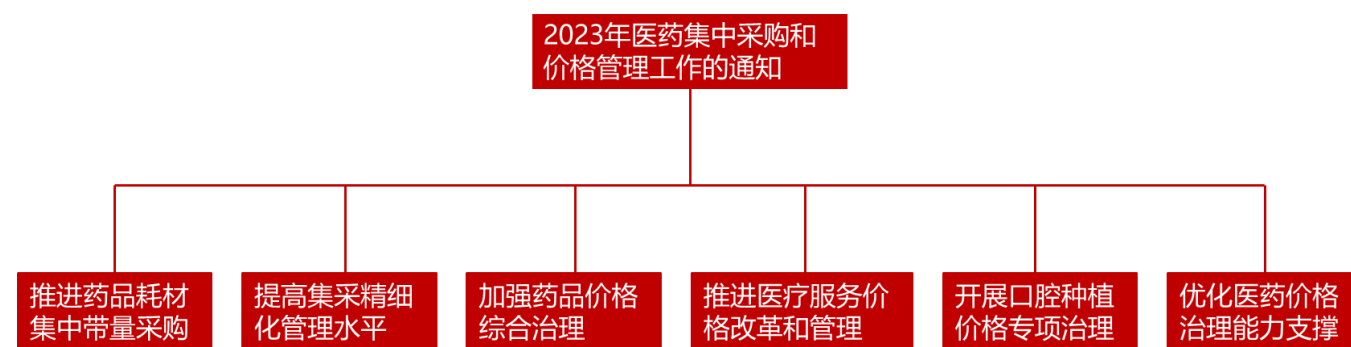
药名	厂家	适应症	注册分类	批准NDA	是否医保
玄七健骨	方盛制药	膝骨关节炎	1.1	2021/11/26	是
坤心宁	天士力	更年期综合征	1.1	2021/11/26	是
解郁除烦	以岭药业	轻中度抑郁症	1.1	2021/12/6	是
虎贞清风	一力制药	痛风性关节炎；发热	1.1	2021/12/16	否
芪蛭益肾	凤凰制药	早期糖尿病肾病	1.1	2021/11/26	是
银翘清热	康缘药业	感冒	1.1	2021/11/10	是
七蕊胃舒	健民集团	慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿 热瘀阻证所致的胃脘疼痛	1.1	2021/12/31	是
参葛补肾	华春药业	抑郁症；健忘症	1.1	2022/12/29	否
参郁宁神	广东思济药 业	轻中度抑郁症	1.1	2023/6/8	否
广金钱草总黄酮 胶囊	光谷人福	输尿管结石	1.2	2022/09/15	否
淫羊藿素软胶囊	坤诺基	肝细胞癌	1.2	2022/01/10	否

资料来源：NMPA，民生证券研究院

2.2 集采新规落地，整体降幅温和可控

集采新规发布，强调提高集采精细化管理水平。2023年3月1日，国家医保局发布《关于做好2023年医药集中采购和价格管理工作的通知》，从推进药品耗材集中带量采购、提高集采精细化管理水平、加强药品价格综合治理，着力推进医疗服务价格改革和管理、持续开展口腔种植价格专项治理以及优化医药价格治理能力支撑六个方面对集采工作做出了新的要求。随着集采相关规定更加规范化和合理化，集采对利润压缩所造成的压力趋于温和，有利于企业通过集采提高产品的市场渗透率。通知中指出，要坚持带量基本原则，综合考虑市场竞争格局、企业生产供应、信用和履约情况、产品质量或临床认可度等因素完善采购规则，倡导多家中选。可见集采并未只看重价格降幅，企业信誉好、产品质量优、临床认可度高的企业在集采中更具竞争优势。

图6：2023年医药集中采购和价格管理工作的通知



资料来源：国家医疗保障局，民生证券研究院

中成药、中药饮片集采陆续落地，降幅相对温和，集采常态化趋势已现。根据过往的历史统计数据，集采整体降幅可控，有利于中成药在医院端的放量拓展。目前受到广泛关注的全国第一批中成药集采，拟中标情况已公示，降幅49%，降幅相对温和。

表3：中药集采梳理

联盟	类型	品种数量	平均降幅	执行时间	立项时间	(拟) 中标公布时间	执行周期
湖北19省联盟	中成药	76	42.27%	2022/04/30	2021/09/25	2021/12/27	2年
湖北30省联盟 (全国集采)	中成药	16	49.36%	/	2022/09	2023/6/21	2年
广东13省联盟	中成药	53	64.28%	2023/01/10	/	2023/01/09	2年
北京市	中成药	84	23%	2022/11/30	2022/07/29	2022/11/01	2年
山东15省联盟	中药饮片	21	29.50%	2023/08	2022/11/22	2023/05/22	1年
山东省	中成药	15	44.31%	2023/01/01	2022/07/21	2022/09/13	1年

资料来源：广东省药交中心，湖北省医疗保障局，北京市医疗保障局，山东省医疗保障局，民生证券研究院

2.3 基药目录调整新规，“986”政策加强基药考核

新版基药目录调整在即，重点强调中药创新。2018 版基药目录共 685 个品种，其中化学药/生物药 417 种，相比 2012 版基药目录新增 100 种，中成药 268 种，相比 2012 版基药目录新增 65 种。新版基药目录调整在即，参照 2009 版、2012 版、2018 版的调整情况，预计新版基药目录有望新增多个品种。

中成药来看，2012 版和 2018 版基药目录中，中成药不仅数量增加，同时在基药目录总品种数的占比，也从 2009 版的 33% 增加至 2012 版和 2018 版的 39%，新版中有望进一步增加。

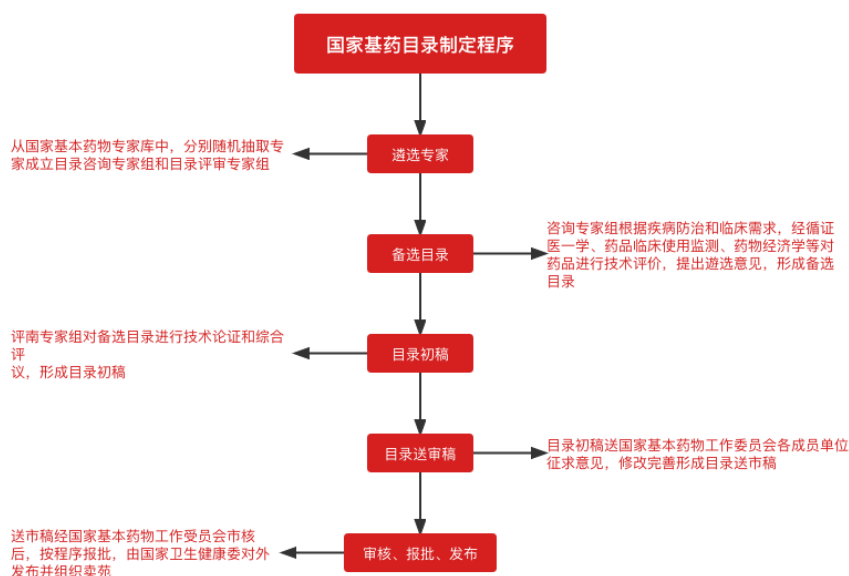
表4：基药目录品种数调整

基药版本	发布年份	目录构成					
		化学药/生物制品	增加数量	中成药	增加数量	目录总数	增加数量
第一版	1981	278	-	-	-	278	-
第二版	1996	699	421	1699	-	2398	2120
第三版	2009	205	-494	102	-1597	307	-2091
第四版	2012	317	112	203	101	520	213
第五版	2018	417	100	268	65	685	165

资料来源：国家卫健委，卫生部，民生证券研究院

新版《管理办法》明确基药目录的制定程序。2021 年 11 月 15 日国家卫健委发布《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》，并废止原国家卫生计生委 2015 年 2 月 13 日印发的《国家基本药物目录管理办法》。新版《管理办法》明确基药目录的制定程序，制定目录的主体为专家组和委员会，不包含企业申报步骤。

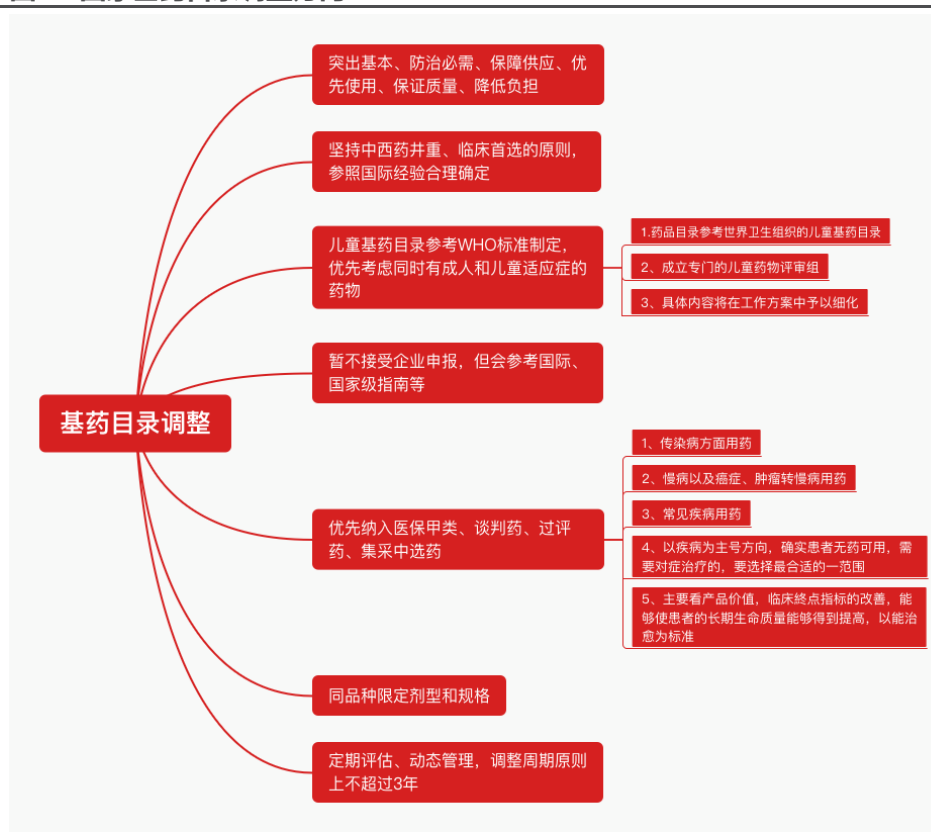
图7：国家基药目录制定程序



资料来源：国家卫健委，民生证券研究院

基药目录调整新规强调中西药并重，新增儿童药目录。调整方向上面坚持对基药目录药品保证供应的基本要求，符合临床使用规范，强调中西药并重，更多的中成药有望通过纳入基药目录，进入基层诊疗机构，发挥治未病、治慢病的重要作用。同时，新版基药目录还拟新增儿童基药目录，结合 WHO 等海外基药目录进行制定，并优先纳入医保、谈判、集采、过评药物。

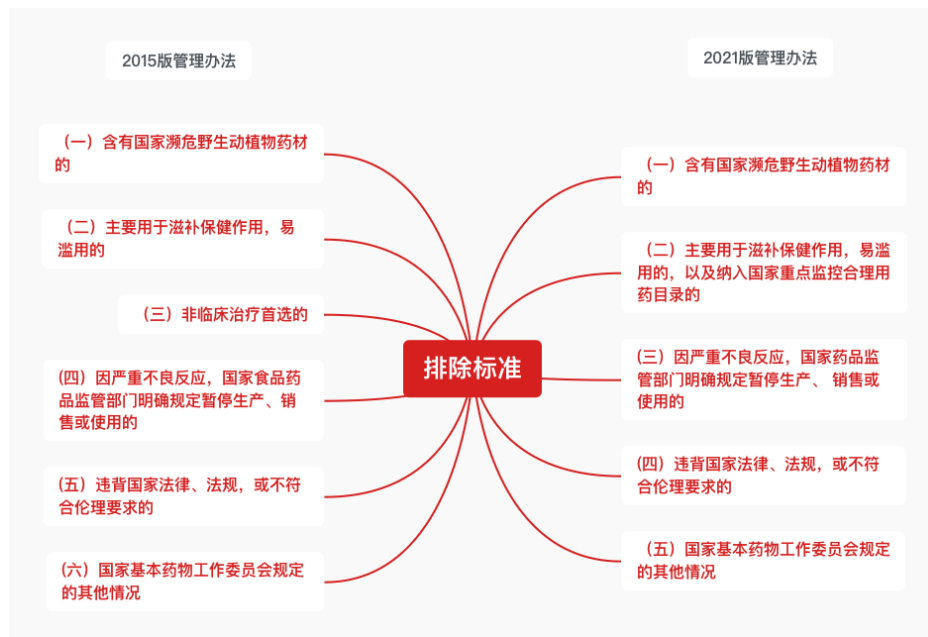
图8：国家基药目录调整方向



资料来源：国家卫健委，民生证券研究院

新版《管理办法》新增排除标准。新版《管理办法》对药物的排除标准做出部分调整，排除标准不再纳入“非临床治疗首选”，新增排除标准“纳入国家重点监控合理用药目录”的药品。

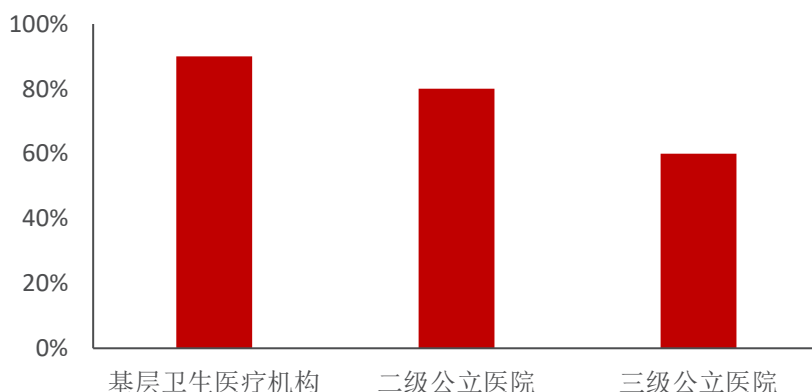
图9：国家基药目录排除标准



资料来源：国家卫健委，民生证券研究院

“986”政策加强基药考核。2019年10月11日《国务院办公厅关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》明确提出对“986”政策，从国家层面明确基药的配备使用比例数据，考核医院基药使用情况：基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%，推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定）用药模式，优化和规范用药结构。

图10：《国务院办公厅关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》中规定的基药配备使用比例



资料来源：国务院办公厅，民生证券研究院

基药使用再迎高要求——二级医院考核基药使用的品种、金额占比。2022年5月13日国家卫健委医政医管局日前发布《关于印发国家二级公立医院绩效考核操作手册（2022版）的通知》，修订版进一步明确将基药采购的金额数、品种数

及使用占比列入二级公立医院的重要考核指标，指标导向均为“逐步提高”。

图11：二级医院考核基药使用的品种、金额占比

【计算方法】

$$\text{基本药物采购金额占比} = \frac{\text{医院采购基本药物金额数}}{\text{医院同期采购药物金额总数}} \times 100\%$$

延伸指标 1:

$$\text{基本药物采购品种数占比} = \frac{\text{医院采购基本药物品种数}}{\text{医院同期采购药物品种总数}} \times 100\%$$

延伸指标 2:

$$\text{门诊患者基本药物处方使用占比} = \frac{\text{门诊使用基本药物品种数量}}{\text{同期门诊使用药品品种数量}} \times 100\%$$

延伸指标 3:

$$\text{住院患者基本药物使用占比} = \frac{\text{出院患者使用基本药物品种数量}}{\text{同期住院使用药品品种数量}} \times 100\%$$

资料来源：国家卫健委，民生证券研究院

2.4 中药饮片板块利好政策频发，市场稳健增长

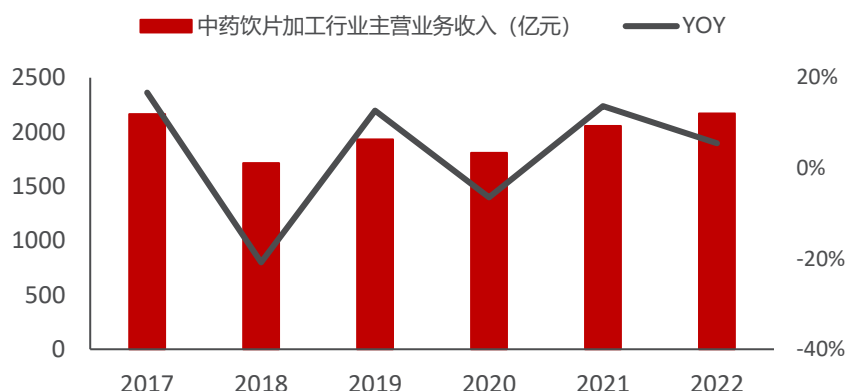
中医药板块利好政策频发，带动中药饮片的增长。中药饮片作为中药的重要组成部分，有关中药饮片的政策频发。2017 年中国中药饮片加工行业主营业务收入为 2165 亿元，2018 年和 2020 年由于质量标准提高、监管严格和疫情影响等因素出现一定下滑，2021 和 2022 年逐渐恢复至 2017 年水平，2022 年中国中药饮片加工行业主营业务收入为 2170 亿元，同比增长 5.5%。

图12：中药饮片相关政策回顾



资料来源：国务院，四部委，国家药监局等政府网站，民生证券研究院整理

图13：2017-2022 年中国中药饮片加工行业主营业务收入及增速



资料来源：中国医药工业经济运行报告，国家统计局，民生证券研究院

我国中药饮片有望实现从种植到生产的全面标准化和制度化。参照日本汉方发展历程，从种植端加强药用植物质量管理，从源头确保汉方制剂品质。继 2012 年后，2022 年我国新出台《中药材生产质量管理规范》，对中药饮片从源头进行把关：

- 1) 农业农村部门牵头做好中药材种子种苗及种源提供、田间管理、农药和肥料使用、病虫害防治等指导。
- 2) 林业和草原部门牵头做好中药材生态种植、野生抚育、仿野生栽培，以及属于濒危管理范畴的中药材种植、养殖等指导。
- 3) 中医药管理部门协同做好中药材种子种苗、规范种植、采收加工以及生态种植等指导。
- 4) 药品监督管理部门对相应的中药材生产企业开展延伸检查，做好药用要求、产地加工、质量检验等指导。

图14：日本汉方制剂 GAP 发展历程



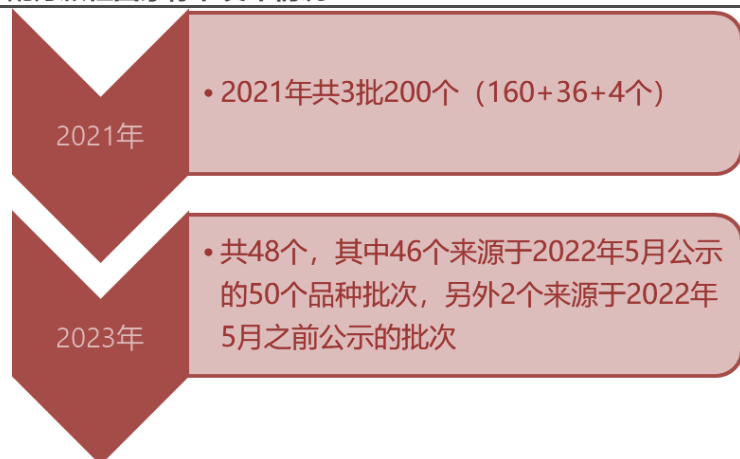
资料来源：日本汉方生药制剂协会，《日本 GACP：药用植物种植采收管理规范》，民生证券研究院

2021 年 2 月，国家药品监督管理局、国家中医药局、国家卫健委及国家医保局多部门联合发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，中药配方颗粒试点结束，二级以上医院销售配方颗粒的限制正式放开，配方颗粒市场有望进一步扩容。

新国标陆续实施，看好配方颗粒市场迅速扩容。根据国家药典委员会的数据，截至 2023 年 6 月 8 日，已经颁布的中药配方颗粒国家药品标准总计 248 个，包

含 2021 年共 3 批 160+36+4 个，2023 年 1 批 48 个。2022 年 9 月公示的 19 个品种 (第二批) 目前仍未正式颁布，随着国标推行速度加快，预计也将正式颁布。在中药材溯源的趋势下，头部提供高质量中药饮片/配方颗粒的企业有望获益。

图15：配方颗粒国家标准发布情况

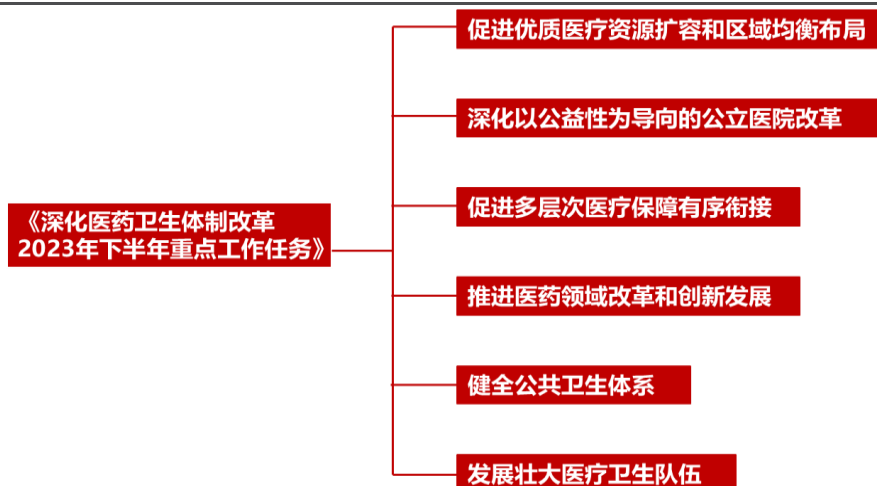


资料来源：国家药典委员会，民生证券研究院

2.5 深化医药卫生体制改革,诊所备案制加速中医服务触角延伸

深化医药卫生体制改革，不断将深化医改向纵深推进。2023 年 7 月，多部门联合印发《深化医药卫生体制改革 2023 年下半年重点工作任务》，明确了 2023 年下半年深化医改的重点任务和工作安排。一是促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局，二是深化以公益性为导向的公立医院改革，三是促进多层次医疗保障有序衔接，四是推进医药领域改革和创新发展，五是健全公共卫生体系，六是发展壮大医疗卫生队伍。文件中还提到要完善促进分级诊疗的体制机制，促进中医药传承创新发展，有利于中医药服务更加专业化、精细化。

图16：《深化医药卫生体制改革 2023 年下半年重点工作任务》

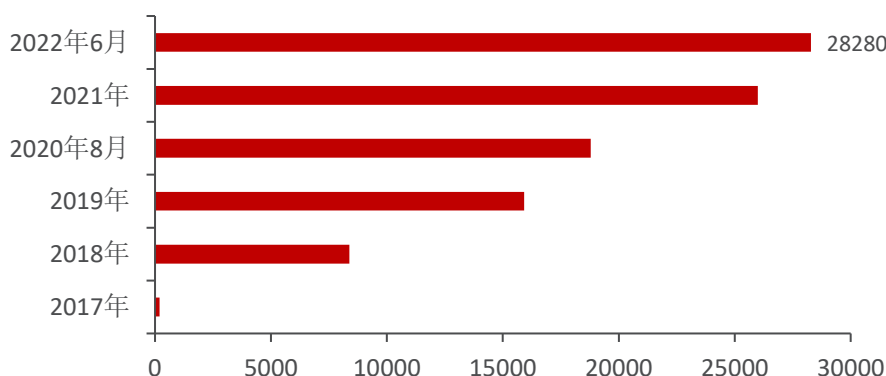


资料来源：中国政府网，民生证券研究院

政策频繁出台加快中医药特色发展，诊所备案制加速中医服务触角延伸。十八大以来，国家把中医药工作摆在突出位置，频繁出台政策加快中医药特色发展，自2017年7月国家中医药法实施以来，各项配套政策也陆续出台，其中《中医诊所备案管理暂行办法》允许有资格的执业中医师开办备案制中医诊所，让中医药服务进社区，极大增加基层中医服务的可及性，满足了百姓多样化的医疗需求。

备案诊所数量激增，中医药服务供给大幅增加。自2017年放开诊所由审核制转备案制的办法以后，中医备案诊所数量持续大幅增加，截至2022年6月全国备案中医诊所达28280家。备案较多的省份为四川、山东、广东、河北等。

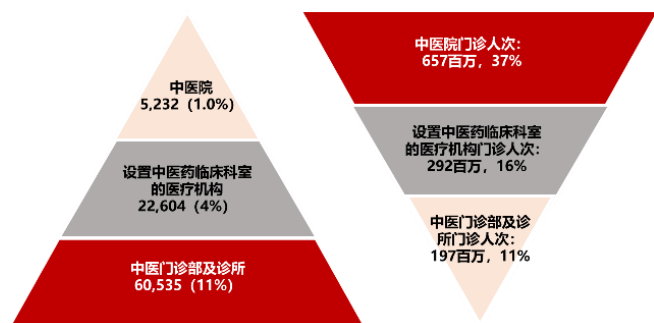
图17：全国中医备案诊所数量(家)



资料来源：国家中医药管理局，民生证券研究院

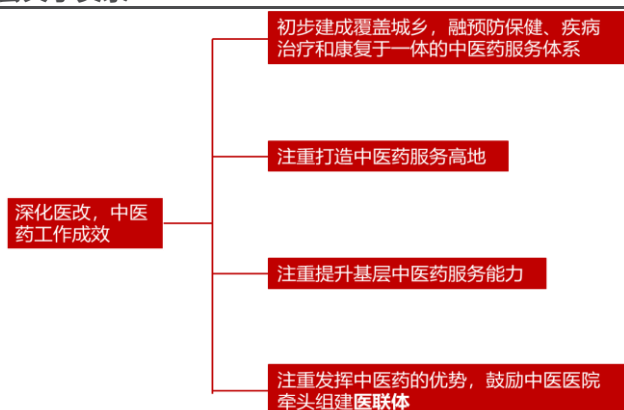
民营中医服务有望借助多点执业+医联体促进优质医疗资源下沉，有效缓解医疗资源供需错配，打通患者看病“最后一公里”。2022版《中华人民共和国医师法》自2022年3月1日开始正式施行，明确医联体内允许多点执业，无需变更注册，有利于推动医疗资源流动，缓解基层医疗的人才和技术困境。中医药更适合“医联体+多点执业”这一模式，在诊断上靠望闻问切、辨证论治，治疗上依靠组方抓药，针灸刮痧等，无须借助复杂的现代医学仪器设备，中医师为核心优质资源，多点执业效率高。新版医师法中明确承认“医联体+多点执业”，实际上为优质的中医药资源有序流动，打开了一条通道，如民营的中医医疗机构纳入当地公立医疗机构组建的医联体内后，公立三甲中医院的专家前来出诊，就不用办理变更注册信息手续。民营中医服务通过医联体和执业医师的多点执业形成对公立医疗机构的有效补充，将有效缓解基层医疗困境。

图18：2019 年中国中医医疗资源供需错配



资料来源：国家卫健委，固生堂招股书，民生证券研究院

图19：国家卫生健康委员会 2022 年 8 月 2 日新闻发布会文字实录

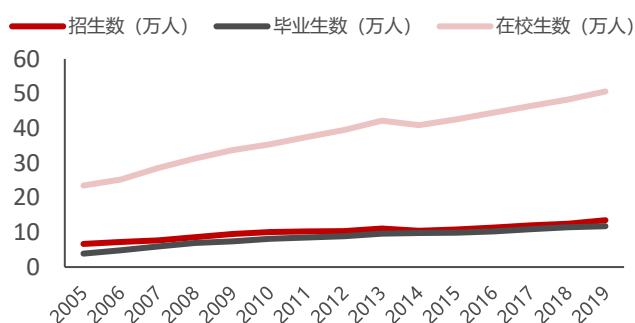


资料来源：国家卫健委，民生证券研究院

2.6 深入推进人才队伍建设，提升人才质量和效能

中医药人才储备充足，后续专业人员培养梯队完善。2022 年国家发布《关于加强新时代中医药人才工作的意见》，深入推进中医药人才队伍建设。中国中医药年鉴显示，全国高等中医药院校培养的中医药人才数量逐年增长，这表明行业后续发展中将拥有充足的中医药人才供应。

图20：2005-2019 年全国高等中医药院校招生数、毕业生数、在校生数增长趋势



资料来源：中国中医药年鉴，民生证券研究院

图21：2022 年新政策支持中医药人才培养文件

国家中医药局 教育部 人力资源社会保障部 国家卫生健康委关于加强新时代中医药人才工作的意见
国中医药人教发〔2022〕4号

各省、自治区、直辖市卫生健康委、中医药管理局、教育厅(教委)、人力资源社会保障厅(局)，新疆生产建设兵团卫生健康委、教育局、人力资源社会保障局，中国中医科学院，北京中医药大学：

人才是中医药发展的第一资源。党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央把中医药工作摆在更加突出的位置，深入推进中医药人才队伍建设，推动构建院校教育、毕业后教育、继续教育有机衔接、贯穿教育始终的人才培养体系，实施人才工程，中医药人才规模快速增长，结构布局逐步优化，人才质量和效能显著增强。但也要看到，中医药人才还存在着总体规模不大、领军人才不足、基层人才缺乏、体制机制不活等问题，迫切需要采取有力措施，培养造就大批德才兼备的中医药人才，充分发挥人才的基础性、战略性、决定性作用。为全面加强新时代中医药人才工作，根据中央人才工作会议精神和《中共中央 国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》等有关要求，现提出如下意见。

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

2.7 中医药国企改革：国改、混改注入更强发展动力

改革概念：国改、混改注入更强发展动力，业绩有望进一步提升。A 股中药上市公司中，实际控制人属性为国资委、地方国资委的数量为 19 家。“十四五”规划是国企未来 3 年的重要发展方向和目标，“十四五”期间国企入驻的公司也具有更强的改革动力，业绩水平有望进一步提升。建议关注实施股权激励、国改、混改的中药上市公司，如达仁堂、昆药集团、太极集团、片仔癀、华润三九、康恩贝、江中药业、广誉远、红日药业、同仁堂、东阿阿胶等。

表5：部分中药上市公司“十四五”规划

证券代码	证券简称	战略规划内容
000423.SZ	东阿阿胶	“十四五”主要发展思路：以夯实基石消费者的护城河为根本，同时以消费者的需求和行为作为中心，以品牌势能、研发储备与阿胶品类特征功效为延伸，培育与尝试新的品类；建设自有消费者数据中台，转型新商业模式，以消费者资产运营为核心培育第二增长曲线，逐步摆脱驴皮原料限制；通过内涵式母品牌延伸，并同时提升外延式投资并购能力，实现持续健康增长；成为中式滋补健康领域中消费者最为信任的大健康企业。
000999.SZ	华润三九	公司以“成为大众医药健康产业的引领者”为愿景。“十四五”战略目标是要争做行业头部企业，营业收入翻番。同时，公司将对标世界一流企业，完善业务布局，核心业务向自我诊疗全领域拓展；发展业务聚焦管线，为核心业务赋能，形成“根深叶茂”的商业模式。
600129.SH	太极集团	公司通过内生发展加外延扩张，力争“十四五”末营业收入达到 500 亿元，净利润率不低于医药行业平均水平，并努力成为世界一流的中药企业。
600750.SH	江中药业	立足中医药行业，走品牌创新驱动之路，成为大众百姓信赖与尊重的企业，并致力成为“中医药传承与创新的引领者”。围绕“聚焦 OTC、发展大健康、补强处方药”三大业务重点，通过“内生发展、外延并购”双轮驱动，以“内涵增长、外延并购、创新研发、精益生产、智数赋能”五大核心举措，力争“十四五”末实现“再造一个江中”的目标。
600085.SH	同仁堂	“十四五”期间，公司将以推动高质量发展为主题，以改革创新为动力，聚焦主责主业，坚持做精、做优、做强、做长，实现高质量发展。
600252.SH	中恒集团	公司将以中药 OTC、健康消费品、中医药服务为核心业务板块的健康深耕方向；以中药处方药、仿制药、低值耗材为核心业务板块的成本领先方向；以创新药、中高端中医服务为核心业务板块的创新驱动方向。公司将重点强化健康深耕业务，转型布局成本领先业务，伺机培育创新驱动业务，发展成为中国医疗健康消费品制造领域“健康深耕模式引领者”“创新探索模式践行者”。“十四五”期间从原材料把控、研发转化、市场营销、渠道把控四大方面着手优化现有业务能力。
600332.SH	白云山	广药集团“十四五”规划

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3 投资建议

3.1 行业投资建议

中医药行业正处于逐步崛起阶段，坚定看好中药板块高质量发展长逻辑，我们认为OTC、中医诊疗、配方颗粒、中药创新药和中药CRO有望获益。

1) 中医药OTC：集采风险小，且院外市场拥有自主定价权，有助于产品保持较高的利润空间，消费属性强、品牌和渠道价值稳定，我们重点关注两个方向，一是具有全渠道覆盖能力和品牌实力的标的，建议关注华润三九、昆药集团、葵花药业、羚锐制药、佐力药业、健民集团、济川药业、九芝堂等；二是拥有独家品种、保密品种的标的，建议关注东阿阿胶、广誉远、同仁堂、片仔癀、寿仙谷等。

2) 国改、混改板块：“十四五”期间国企入驻的公司具有更强的改革动力，业绩水平有望进一步提升，建议关注太极集团、达仁堂、康恩贝等。

3) 创新中药：所处领域竞争格局良好，药物研发进入密集兑现期，建议关注康缘药业、方盛制药、以岭药业、新天药业等。

4) 中医诊疗服务：处于快速增长期，建议关注固生堂。

5) 中药饮片/配方颗粒：提供高质量中药饮片/配方颗粒的企业有望获益，建议关注红日药业、中国中药、神威药业等。

6) 中药CRO服务：内容独特，未来有望受益中药创新药发展浪潮，建议关注博济医药、百诚医药、阳光诺和等。

7) 上游中药材种植与贸易：有望进入高质量发展阶段，建议关注珍宝岛、康美药业、振东制药等。

表6：中药行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
000423.SZ	东阿阿胶	51.67	1.21	1.58	1.93	43	33	27	推荐
600436.SH	片仔癀	282.90	4.10	5.11	6.29	69	55	45	推荐
600750.SH	江中药业	18.53	0.95	1.11	1.30	20	17	14	推荐

资料来源：，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年8月18日收盘价）

3.2 重点公司

东阿阿胶：国内阿胶行业领导者

阿胶行业龙头，滋补养生第一品牌：公司主要从事阿胶和阿胶系列及其他中成药等产品的研发、生产和销售。核心产品东阿阿胶是 OTC 第一大单品，滋补养生第一品牌。复方阿胶浆是中药独家品种，补气养血、助睡眠、解疲劳、治贫血，43 年品质保障。同时公司与时俱进，推出了“桃花姬”阿胶糕和“东阿阿胶牌”阿胶粉两款侧重于女性及年轻人的阿胶单品。品牌优势+创新单品使阿胶系列产品在阿胶行业龙头地位稳固，2022 年阿胶及系列产品营业收入 37 亿元，同比增长 8.95%，占公司营业收入 91.52%。

加速业务重塑，构建“药品”“健康消费品”双轮驱动增长模式：除了进一步推进东阿阿胶品质和功效差异化研究，打造竞争壁垒，公司还立足气血大品类向多个品类积极拓展，打造更多精品中药和轻养生产品，探索“阿胶+”和“+阿胶”品类布局，拥有龟鹿二仙口服液、海龙胶口服液及其他战略储备产品 40 余种，有望成为公司业绩增长第二曲线。

调整渠道库存周期，业绩稳步增长：2018-2019 年，公司由于频繁提价导致渠道库存积压，使 2019 年公司业绩收入大幅下滑。此后公司积极调整经营策略，渠道库存周期恢复正常。2022 年华润系管理层调整到位，在产品布局、市场推广等方面全面发力，业绩稳步复苏。2022 年公司实现营业收入 40 亿元，同比上升 5.01%；归母净利润 7.8 亿元，同比上升 77.1%；公司发布的 2023H1 业绩快报显示，2023H1 实现营业收入 21.7 亿元，同比上升 18.7%；归母净利润 5.3 亿元，同比增加 72.3%，扣非净利润 4.9 亿元，同比增加 83.6%。

业绩拆分及盈利预测：

随着核心产品销量的稳步提升，以及产品线的不断丰富，预计 2023-2025 年公司营业收入达到 47.4/55.7/65.4 亿元，同比增速分别为 17%/17%/17%。

其中医药工业行业公司华润系管理层上任后在产品布局、市场推广方面全面发力，预计阿胶系列产品有望实现量的增长，我们预计 2023-2025 年营业收入为 45.9/54.1/63.9 亿元，同比增速为 18%/18%/18%，考虑到公司核心产品终端价格维持稳定，我们预计毛利率维持在 70%左右；

毛驴养殖及贸易行业随着公司实施轻资产化，剥离部分区域不盈利的养殖示范业务，预计该部分的收入与毛利率将维持稳定，我们预计 2023-2025 年同比增速为 0%/0%/0%，营业收入维持在 1 亿元左右，毛利率维持在 10%左右。

其他行业预计 2023-2025 年复合增速为 0%/0%/0%，营业收入维持在 0.5 亿元左右，考虑到公司在其他行业未做明显调整，预计毛利率与往年基本相同，维持在 28%左右。

表7：东阿阿胶业绩拆分及盈利预测

年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收 (百万元)	3,409.44	3,848.99	4,041.82	4,741.33	5,566.75	6,540.74
YOY	16%	13%	5%	17%	17%	17%
毛利率	55%	62%	68%	68%	68%	69%
医药工业 (百万元)	3,002.13	3,609.17	3,886.16	4,585.67	5,411.09	6,385.08
YOY	45%	20%	8%	18%	18%	18%
毛利率	62%	66%	70%	70%	70%	70%
毛驴养殖及贸易 (百万元)	296.29	178.62	103.14	103.14	103.14	103.14
YOY	-60%	-40%	-42%	0%	0%	0%
毛利率	-1%	8%	10%	10%	10%	10%
其他 (百万元)	111.02	61.20	52.52	52.52	52.52	52.52
YOY	-87%	-445%	-14%	0%	0%	0%
毛利率	7%	13%	28%	28%	28%	28%

资料来源： ， 民生证券研究院预测

投资建议：公司在巩固东阿阿胶滋补国宝的品牌认知，构建品牌壁垒的同时，布局精品中药和健康消费品两大板块，不断完善营销体系，预计战略大品种复方阿胶浆、“桃花姬”阿胶浆和“东阿阿胶牌”阿胶粉将持续放量。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 10/12/15 亿元，PE 分别为 33/27/22 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：产品销售不及预期的风险；政策性风险；药品注册进度的不确定性；竞争加剧风险；其他系统性风险。

表8：东阿阿胶盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,042	4,741	5,567	6,541
增长率 (%)	5.0	17.3	17.4	17.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	780	1,016	1,246	1,500
增长率 (%)	77.1	30.3	22.6	20.4
每股收益 (元)	1.21	1.58	1.93	2.33
PE	43	33	27	22
PB	3.2	3.1	3.1	3.0

资料来源： ， 民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价)

片仔癀：国家绝密品种打造中药护城河，安宫牛黄丸贡献新增长点

主产品国家绝密片仔癀工艺独特，品牌效应显著：片仔癀的处方和工艺受国家绝密保护，其已公开的四中材料麝香、牛黄、三七和蛇胆均为国家珍贵药材，其中天然麝香只有国家规定的几种中成药才能使用。绝密配方和稀缺原材料为片仔癀在中成药市场中打造了天然的护城河。同时公司持续推进片仔癀的二次开发及销售渠道拓展。片仔癀具备较强的提价能力，2023 年片仔癀涨价近 30%。片仔癀锭剂销售居天猫健康、京东健康电商平台肝胆用药首位。2022 年片仔癀系列产品销售收入 36.05 亿元（占公司营业收入 41.47%），净利润 23.23 亿元（占公司净利润 93.97%）。2023 年 Q1 片仔癀系列产品销售收入 13.71 亿元（占公司营业收入 52.13%），净利润为 7.7 亿元（占公司净利润 95.32%）。

积极布局安宫牛黄丸，丰富公司产品管线：公司聚力打造片仔癀牌安宫牛黄丸新增长极，目前，片仔癀牌安宫牛黄丸（双天然品规、天然麝香+体培牛黄品规）均已成功推向市场。同时，公司持续做大做强复方片仔癀含片、复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔疮膏、茵胆平肝胶囊、增乳膏、心舒宝片、川贝清肺糖浆、清热止咳颗粒等系列产品，涵盖了肝病用药、感冒用药、皮肤科用药等众多领域。除片仔癀外，公司继续聚焦大品种，打造片仔癀牌安宫牛黄丸、珍珠膏、复方片仔癀含片、肝宝等过亿单品。

多核驱动，双向发展，化妆品产业再升级：公司化妆品拥有“片仔癀”及“皇后”等多个品牌，以“1 大核心、2 大升级、3 大创新”为品牌战略布局，开启国妆新篇章。2022 年，公司化妆品行业实现营业收入 6.3 亿元，同比下降 24.61%。

业绩拆分及盈利预测：

随着核心产品片仔癀和其他过亿单品的持续放量，预计 2023-2025 年公司营业收入达到 104.0/122.2/141.9 亿元，同比增速分别为 20%/17%/14%。

公司医药流通以现代医药物流为基础，拓展延伸“配送、维护、推广”的医药配送产业链上下游，我们预计医药流通业保持稳健增长，2023-2025 年营业收入 44.6/49.1/54.0 亿元，同比增速 10%/10%/10%，考虑到公司配送产业链较为完善成熟，预计毛利率维持 14%左右；

医药工业行业由于片仔癀绝密的配方和较强的提价能力、安宫牛黄丸成本上涨具有潜在提价预期，我们预计 2023-2025 年营业收入为 49.8/61.8/74.7 亿元，同比增速分别为 31%/24%/21%，考虑到片仔癀拥有较强的自主提价权，原材料价格上涨时可通过提价对冲原材料价格上涨的影响，预计毛利率将维持在 79%左右；

化妆品、护肤品行业随着国产化妆产业的崛起背景以及公司的品牌战略布局和产业升级，预计 2023-2025 年营业收入 7.0/7.7/8.4 亿元，同比增速为 10%/10%/10%，考虑到终端价格维持稳定，预计毛利率维持 61%左右；

其他行业主要包括医疗器械、麝香养殖等非主营业务，我们预计 2023-2025 年营业收入 2.6/3.6/4.8 亿元，同比增速分别为 40%/35%/35%，考虑到公司未在该业务做出明显调整，预计毛利率与往年基本相同，维持在 30%左右。

表9：片仔癀业绩拆分及盈利预测

年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	6,510.78	8,021.55	8,694.00	10,404.40	12,216.99	14,193.43
YOY	14%	23%	8%	20%	17%	16%
毛利率	45%	51%	46%	49%	50%	51%
医药流通（百万元）	2,843.64	3,146.26	4,058.85	4,464.73	4,911.21	5,402.33
YOY	2%	11%	29%	10%	10%	10%
毛利率	9%	12%	14%	14%	14%	14%
医药工业（百万元）	2,732.42	3,971.77	3,812.70	4,978.52	6,182.68	7,466.78
YOY	20%	45%	-4%	31%	24%	21%
毛利率	78%	78%	79%	79%	79%	79%
化妆品、护肤品（百万元）	905.18	841.35	634.30	697.73	767.50	844.25
YOY	42%	-7%	-25%	10%	10%	10%
毛利率	61%	67%	61%	61%	61%	61%
其他（百万元）	29.53	62.17	188.15	263.41	355.61	480.07
YOY	9%	111%	203%	40%	35%	35%
毛利率	66%	23%	13%	30%	30%	30%

资料来源：，民生证券研究院预测

投资建议：公司实施“多核驱动，双向发展”的新战略蓝图，持续巩固和深化片仔癀核心地位，聚力打造片仔癀牌安宫牛黄丸新增长极，推动片仔癀化妆品产业再升级。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 31/38/46 亿元，PE 分别为 55/45/37 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：药品销售不及预期的风险；政策性风险；药品注册进度的不确定性；化妆品市场竞争激烈致品牌拓展不及预期的风险。

表10：片仔癀盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,694	10,404	12,217	14,193
增长率（%）	8.4	19.7	17.4	16.2
归属母公司股东净利润（百万元）	2,472	3,081	3,797	4,558
增长率（%）	1.7	24.6	23.2	20.0
每股收益（元）	4.10	5.11	6.29	7.56
PE	69	55	45	37
PB	15.1	12.5	10.3	8.6

资料来源：，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价）

江中药业：处方药+OTC+大健康三重发力，家中常备药的践行者

做强 OTC：非处方药是公司主营板块，包括“脾胃、肠道、咽喉咳喘、补益”四大核心品类。2022 年非处方药板块实现营业收入 26.18 亿元，同比增长 21.31%。核心产品 10 亿元大单品健胃消食片，延伸脾胃品类集群健儿消食口服液、健脾颗粒，雷贝拉唑钠等品种。超 4.5 亿元单品乳酸菌素片、4.4 亿元的双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊（贝飞达），构建“养菌+补菌”的肠道组合。同时打造第二增长品类，开辟咽喉咳喘和补益品类新增长曲线，主力产品包括多维元素片、复方草珊瑚含片、复方鲜竹沥液等。

布局处方药：通过整合并购，实现处方药板块快速增长。处方药产品主要包含江中牌蚓激酶肠溶胶囊及桑海制药、济生制药、海斯制药的产品，覆盖胃肠、心脑血管、妇科、肾科、呼吸等领域。江中药业持续推动桑海制药、济生制药渠道资源整合，寻找八珍益母胶囊、黄芪生脉饮、排石颗粒等优势产品的新增长点。通过并购海斯制药，引入雷贝拉唑钠肠溶片、伏立康唑等大品种。同时，加强子公司和公司管理体系的融合，通过精益化管理持续改善经营质量。2022 年得益于海斯制药的整合融入，处方药板块实现营业收入 7.45 亿元，同比增长 64.40%。

发展大健康：布局大健康板块，发掘第二增长曲线。大健康产品主要包括康复营养的初元系列产品、高端滋补的参灵草系列产品、胃肠健康系列产品等。2022 年公司通过加大品牌宣传，推动渠道改善，大健康实现营业收入 4.09 亿元，同比增长 66.99%。其中“初元”品牌坚持“术后康复营养”的品牌定位，线下聚焦核心市场、线上开拓重点平台，整体收入保持平稳；参灵草坚持“可以喝的冬虫夏草”定位，实现超 30%的增长。

业绩拆分及盈利预测：

随着 OTC 和处方药业务的持续快速增长，预计 2023-2025 年公司营业收入达到 45.2/53.6/63.7 亿元，同比增速为 19%/19%/19%。

处方药类业务在 2022 年由于海斯制药整合融入出现大幅增长，我们预计 2023-2025 年营业收入为 8.7/10.2/11.9 亿元，同比增速 17%/17%/17%，预计 2023-2025 年毛利率与 2022 年海斯制药整合后基本相同，维持在 67%左右；

非处方药类包含健胃消食片、乳酸菌素片等多个大单品，预计 2023-2025 年营业收入为 30.6/35.8/41.9 亿元，同比增速 17%/17%/17%，考虑到该业务产品终端价格维持稳定，预计毛利率维持在 70%左右；

其他业务预计 2023-2025 年营业收入为 0.5/0.7/0.9 亿元，同比增速 30%/30%/30%，考虑到公司其他业务无明显调整，预计毛利率维持在 57%左右；

保健品及其他业务包含初元、参灵草等产品，在公司的持续推广下预计将不断增长，预计 2023-2025 年营业收入为 5.3/6.9/9.0 亿元，同比增速 30%/30%/30%，考虑到该业务终端产品价格维持稳定，预计毛利率维持在 45%左右。

表11：江中药业业绩拆分及盈利预测

年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	2,441	2,874	3,812	4,518	5,362	6,372
YOY	0%	18%	33%	19%	19%	19%
毛利率	65%	64%	65%	66%	66%	66%
处方药类（百万元）	386	453	745	871	1,019	1,193
YOY	-12%	17%	64%	17%	17%	17%
毛利率	66%	61%	67%	67%	67%	67%
非处方药类（百万元）	1,862	2,158	2,618	3,063	3,583	4,193
YOY	0%	16%	21%	17%	17%	17%
毛利率	67%	67%	70%	70%	70%	70%
其他（百万元）	7	18	40	52	67	87
YOY	17%	159%	123%	30%	30%	30%
毛利率	74%	53%	57%	57%	57%	57%
保健品及其他（百万元）	187	245	409	532	692	899
YOY	28%	31%	67%	30%	30%	30%
毛利率	47%	47%	31%	45%	45%	45%

资料来源：，民生证券研究院预测

投资建议：江中药业是华润系的中成药企业之一，拥有 10 亿元大单品和多个潜力品种，依靠内生增长+外延并购，不断补充公司产品线，发掘公司第二成长曲线。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 7/8/10 亿元，PE 分别为 17/14/12 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：产品销售不及预期的风险；政策性风险；药品注册进度的不确定性；外延并购的不确定性；其他系统性风险。

表12：江中药业盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,812	4,518	5,362	6,372
增长率（%）	32.6	18.5	18.7	18.8
归属母公司股东净利润（百万元）	596	697	816	955
增长率（%）	17.9	17.0	17.0	17.0
每股收益（元）	0.95	1.11	1.30	1.52
PE	20	17	14	12
PB	3.0	2.8	2.6	2.4

资料来源：，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价）

4 风险提示

1) 政策变动风险。医药相关政策的变动增加产品销售渠道、产品销量、产品价格的不确定性，进而增加业绩变动风险。医药监管政策的变动，产品推广和销售的不确定性。

2) 产品研发失败风险。医药产品研发具有不确定性，研发进度低于预期将影响产品上市销售。

3) 产品销量不及预期的风险。行业竞争加剧导致销量产品放量低于预期。

4) 集采产品供应量不足的风险。产品集采中标后由于现有产能不足、扩产审批受阻等因素供应能力不足预期的风险。

5) 疫后复苏不及预期的风险。中药产品在疫后复苏和销售弱于预期的风险。

表13：东阿阿胶财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,042	4,741	5,567	6,541
营业成本	1,281	1,508	1,756	2,048
营业税金及附加	68	73	85	100
销售费用	1,318	1,422	1,614	1,877
管理费用	387	471	554	634
研发费用	138	177	208	244
EBIT	889	1,127	1,394	1,688
财务费用	-67	-63	-65	-69
资产减值损失	-78	0	0	0
投资收益	35	0	0	0
营业利润	915	1,192	1,462	1,761
营业外收支	-3	2	2	2
利润总额	912	1,194	1,464	1,763
所得税	133	179	220	264
净利润	779	1,015	1,244	1,499
归属于母公司净利润	780	1,016	1,246	1,500
EBITDA	1,060	1,310	1,602	1,921
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,370	5,585	5,882	6,223
应收账款及票据	551	566	664	780
预付款项	10	25	29	34
存货	1,239	1,095	1,154	1,122
其他流动资产	2,614	2,631	2,735	2,885
流动资产合计	9,784	9,901	10,464	11,044
长期股权投资	114	114	114	114
固定资产	1,963	2,009	2,002	1,996
无形资产	332	336	328	320
非流动资产合计	2,848	2,907	2,882	2,857
资产合计	12,631	12,808	13,347	13,901
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	238	261	304	354
其他流动负债	1,863	1,759	2,007	2,233
流动负债合计	2,101	2,020	2,311	2,588
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	180	181	173	163
非流动负债合计	180	181	173	163
负债合计	2,281	2,201	2,483	2,751
股本	654	644	644	644
少数股东权益	22	21	19	18
股东权益合计	10,351	10,607	10,863	11,150
负债和股东权益合计	12,631	12,808	13,347	13,901

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.01	17.31	17.41	17.50
EBIT 增长率	45.24	26.78	23.67	21.12
净利润增长率	77.10	30.26	22.60	20.41
盈利能力 (%)				
毛利率	68.30	68.19	68.46	68.69
净利润率	19.30	21.43	22.38	22.93
总资产收益率 ROA	6.18	7.93	9.33	10.79
净资产收益率 ROE	7.55	9.60	11.49	13.47
偿债能力				
流动比率	4.66	4.90	4.53	4.27
速动比率	4.03	4.34	4.01	3.82
现金比率	2.56	2.76	2.55	2.40
资产负债率 (%)	18.05	17.18	18.61	19.79
经营效率				
应收账款周转天数	34.67	36.00	36.00	36.00
存货周转天数	352.86	265.00	240.00	200.00
总资产周转率	0.33	0.37	0.43	0.48
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	1.58	1.93	2.33
每股净资产	16.04	16.44	16.84	17.29
每股经营现金流	3.33	1.87	2.29	2.74
每股股利	1.18	1.53	1.88	2.27
估值分析				
PE	43	33	27	22
PB	3.2	3.1	3.1	3.0
EV/EBITDA	25.77	20.84	17.05	14.21
股息收益率 (%)	2.28	2.97	3.64	4.38

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	779	1,015	1,244	1,499
折旧和摊销	171	183	208	233
营运资金变动	1,245	15	24	37
经营活动现金流	2,145	1,205	1,473	1,764
资本开支	-46	-204	-155	-171
投资	557	0	0	0
投资活动现金流	590	-205	-155	-171
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	1	1	1
筹资活动现金流	-438	-785	-1,021	-1,253
现金净流量	2,297	215	297	341

表14：片仔癀财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,694	10,404	12,217	14,193
营业成本	4,726	5,342	6,082	6,918
营业税金及附加	72	88	104	121
销售费用	483	706	792	918
管理费用	331	411	483	561
研发费用	230	250	293	341
EBIT	2,827	3,594	4,448	5,316
财务费用	-62	10	-13	-43
资产减值损失	-9	-9	-11	-12
投资收益	75	125	110	128
营业利润	2,976	3,709	4,572	5,489
营业外收支	2	3	3	3
利润总额	2,978	3,712	4,575	5,492
所得税	455	568	700	840
净利润	2,523	3,144	3,875	4,651
归属于母公司净利润	2,472	3,081	3,797	4,558
EBITDA	2,923	3,711	4,598	5,480
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,496	4,403	6,893	9,879
应收账款及票据	818	893	1,049	1,219
预付款项	335	317	361	411
存货	2,628	3,120	3,552	4,041
其他流动资产	6,428	6,497	6,526	6,558
流动资产合计	12,705	15,231	18,381	22,107
长期股权投资	244	244	244	244
固定资产	261	283	305	327
无形资产	319	363	382	392
非流动资产合计	1,899	1,956	1,976	2,009
资产合计	14,604	17,187	20,358	24,117
短期借款	971	971	971	971
应付账款及票据	467	498	567	645
其他流动负债	1,073	1,216	1,386	1,578
流动负债合计	2,510	2,685	2,924	3,194
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	270	275	272	268
非流动负债合计	270	275	272	268
负债合计	2,780	2,960	3,196	3,462
股本	603	603	603	603
少数股东权益	494	557	634	727
股东权益合计	11,824	14,226	17,162	20,655
负债和股东权益合计	14,604	17,187	20,358	24,117

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.38	19.67	17.42	16.18
EBIT 增长率	3.21	27.12	23.77	19.53
净利润增长率	1.66	24.64	23.24	20.04
盈利能力 (%)				
毛利率	45.64	48.66	50.22	51.26
净利率	28.44	29.62	31.08	32.12
总资产收益率 ROA	16.93	17.93	18.65	18.90
净资产收益率 ROE	21.82	22.54	22.98	22.88
偿债能力				
流动比率	5.06	5.67	6.29	6.92
速动比率	1.38	2.04	2.78	3.55
现金比率	0.99	1.64	2.36	3.09
资产负债率 (%)	19.04	17.22	15.70	14.36
经营效率				
应收账款周转天数	31.25	29.67	29.67	29.67
存货周转天数	202.96	213.83	213.83	213.83
总资产周转率	0.64	0.65	0.65	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	4.10	5.11	6.29	7.56
每股净资产	18.78	22.66	27.39	33.03
每股经营现金流	11.39	4.50	5.83	7.03
每股股利	1.25	1.56	1.92	2.30
估值分析				
PE	69	55	45	37
PB	15.1	12.5	10.3	8.6
EV/EBITDA	57.74	45.47	36.70	30.79
股息收益率 (%)	0.44	0.55	0.68	0.81

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,523	3,144	3,875	4,651
折旧和摊销	96	117	150	164
营运资金变动	4,263	-484	-468	-523
经营活动现金流	6,873	2,714	3,517	4,240
资本开支	-162	-115	-113	-130
投资	-40	0	0	0
投资活动现金流	-6,305	12	-3	-2
股权募资	22	0	0	0
债务募资	197	1	0	1
筹资活动现金流	-576	-820	-1,024	-1,251
现金净流量	4	1,907	2,489	2,986

表15：江中药业财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,812	4,518	5,362	6,372
营业成本	1,340	1,531	1,832	2,197
营业税金及附加	59	77	91	108
销售费用	1,481	1,753	2,080	2,472
管理费用	205	253	301	357
研发费用	100	122	145	173
EBIT	657	849	992	1,160
财务费用	-27	-16	-21	-26
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0
营业利润	746	866	1,013	1,186
营业外收支	5	2	2	2
利润总额	751	868	1,015	1,188
所得税	107	127	148	173
净利润	644	741	867	1,015
归属于母公司净利润	596	697	816	955
EBITDA	780	985	1,146	1,335
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,371	1,727	2,149	2,696
应收账款及票据	319	348	427	525
预付款项	71	77	92	110
存货	382	432	517	620
其他流动资产	1,879	1,920	2,074	2,204
流动资产合计	4,022	4,503	5,258	6,155
长期股权投资	36	36	36	36
固定资产	1,072	1,210	1,346	1,481
无形资产	379	376	370	363
非流动资产合计	2,222	2,214	2,197	2,176
资产合计	6,244	6,717	7,456	8,331
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	236	262	313	376
其他流动负债	1,421	1,541	1,838	2,197
流动负债合计	1,658	1,803	2,152	2,573
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	91	87	89	88
非流动负债合计	91	87	89	88
负债合计	1,748	1,890	2,240	2,661
股本	630	629	629	629
少数股东权益	604	648	699	759
股东权益合计	4,495	4,827	5,216	5,670
负债和股东权益合计	6,244	6,717	7,456	8,331

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	32.63	18.53	18.68	18.84
EBIT 增长率	19.24	29.13	16.89	16.87
净利润增长率	17.87	17.01	17.02	16.99
盈利能力 (%)				
毛利率	64.84	66.12	65.83	65.52
净利润率	15.64	15.44	15.22	14.98
总资产收益率 ROA	9.55	10.38	10.95	11.46
净资产收益率 ROE	15.32	16.69	18.07	19.44
偿债能力				
流动比率	2.43	2.50	2.44	2.39
速动比率	2.14	2.21	2.16	2.10
现金比率	0.83	0.96	1.00	1.05
资产负债率 (%)	28.00	28.13	30.05	31.94
经营效率				
应收账款周转天数	30.57	28.00	29.00	30.00
存货周转天数	104.11	103.00	103.00	103.00
总资产周转率	0.62	0.70	0.76	0.81
每股指标 (元)				
每股收益	0.95	1.11	1.30	1.52
每股净资产	6.18	6.64	7.18	7.80
每股经营现金流	1.61	1.43	1.64	2.00
每股股利	1.15	0.76	0.89	1.04
估值分析				
PE	20	17	14	12
PB	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	12.27	9.71	8.35	7.17
股息收益率 (%)	6.21	4.11	4.80	5.62

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	644	741	867	1,015
折旧和摊销	122	136	153	175
营运资金变动	324	20	15	72
经营活动现金流	1,016	898	1,033	1,259
资本开支	-346	-118	-131	-150
投资	371	0	0	0
投资活动现金流	79	-128	-131	-150
股权募资	4	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-734	-415	-480	-562
现金净流量	362	355	422	547

插图目录

图 1: 2015-2023.2 中医药政策梳理.....	3
图 2: 《“十四五”中医药发展规划》.....	4
图 3: 2020-2023 年中医药政策多维度利好行业发展.....	4
图 4: 中药（申万）、沪深 300、医药生物（申万）股价涨跌幅.....	4
图 5: 近 6 年中药新药（1-3 类）获批数量（个）.....	6
图 6: 2023 年医药集中采购和价格管理工作的通知.....	7
图 7: 国家基药目录制定程序.....	8
图 8: 国家基药目录调整方向.....	9
图 9: 国家基药目录排除标准.....	10
图 10: 《国务院办公厅关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》中规定的基药配备使用比例.....	10
图 11: 二级医院考核基药使用的品种、金额占比.....	11
图 12: 中药饮片相关政策回顾.....	11
图 13: 2017-2022 年中国中药饮片加工行业主营业务收入及增速.....	12
图 14: 日本汉方制剂 GAP 发展历程.....	12
图 15: 配方颗粒国家标准发布情况.....	13
图 16: 《深化医药卫生体制改革 2023 年下半年重点工作任务》.....	13
图 17: 全国中医备案诊所数量(家).....	14
图 18: 2019 年中国中医医疗资源供需错配.....	15
图 19: 国家卫生健康委员会 2022 年 8 月 2 日新闻发布会文字实录.....	15
图 20: 2005-2019 年全国高等中医药院校招生数、毕业生数、在校生数增长趋势.....	15
图 21: 2022 年新政策支持中医药人才培养文件.....	15

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级.....	1
表 1: 中药创新政策梳理.....	5
表 2: 2021-2023 年获批上市 1 类中药.....	6
表 3: 中药集采梳理.....	7
表 4: 基药目录品种数调整.....	8
表 5: 部分中药上市公司“十四五”规划.....	16
表 6: 中药行业重点关注个股.....	17
表 7: 东阿阿胶业绩拆分及盈利预测.....	19
表 8: 东阿阿胶盈利预测与财务指标.....	19
表 9: 片仔癀业绩拆分及盈利预测.....	21
表 10: 片仔癀盈利预测与财务指标.....	21
表 11: 江中药业业绩拆分及盈利预测.....	23
表 12: 江中药业盈利预测与财务指标.....	23
表 13: 东阿阿胶财务报表数据预测汇总.....	25
表 14: 片仔癀财务报表数据预测汇总.....	26
表 15: 江中药业财务报表数据预测汇总.....	27

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026