

政策与改革双轮驱动，中药投资价值解析 ——中药行业专题报告

行业评级：看好

2024年2月25日

分析师 孙建
邮箱 sunjian@stocke.com.cn
电话 17521256261
证书编号 S1230520080006

分析师 吴天昊
邮箱 wutianhao@stocke.com.cn
电话 13262686562
证书编号 S1230523120004

研究助理 丁健行
邮箱 dingjianxing@stocke.com.cn
电话 19921317891

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

1、看政策：顶层设计支持中医药传承创新发展

- “十四五”规划强劲，发布机构升级且增加明确的发展数据指标
- 审评审批机制改革，中药创新药获批加量提速
- 中医药纳入医保支付范围，支付限制逐渐宽松
- 中药集采降价幅度相对温和，市场竞争良性的品种受益明显

2、看公司：股权激励开门红，国企激励方案有望陆续推进

- 2024年1月2日，东阿阿胶发布第一期股权激励计划，江中药业发布第二期股权激励计划，业绩考核条件反映出公司对远期业绩的信心和对经营质量管控的决心。我们认为随着“十四五”计划逐步实施，其他中药板块国企也有望加强内部激励。
- 2024年2月21日，中国中药公告，国药集团拟每股4.6港币（溢价34.11%）将中国中药私有化。中国中药私有化推进，中药央国企改革加速。

3、看估值：中药与消费板块相比估值更具性价比

- 当前中药板块估值处于2023年以来底部，与消费食品饮料行业相比，我们认为在老龄化受益明显、政策支持属性强同时需求更为刚性的背景下，中药行业估值更具性价比。

4、建议关注以下组合：

- 国企改革线：推荐东阿阿胶、华润三九，关注太极集团、昆药集团；
- 低估值高股息：推荐羚锐制药、济川药业；
- 基本面优秀，估值处于历史低位的国企：建议关注片仔癀、同仁堂等。

风险提示：政策落地不及预期、集采降价的风险、市场竞争加剧的风险、原材料价格风险

目录

C O N T E N T S

01

利好政策陆续出台，中药板块持续受益

02

股权激励开门红，国企激励方案有望持续推进

03

中药与消费板块相比估值更具性价比

04

投资建议

05

风险提示

01

利好政策陆续出台，
中药板块持续受益

1.1

“十四五”规划强劲，发布机构升级且目标数据具体化

2022年3月29日，国务院办公厅颁布《“十四五”中医药发展规划》，较“十三五”规划主要有两点变化：1) **发布机构升级**：“十三五”规划由中医药管理局发布，而“十四五”规划是由国务院办公厅发布，发布机构层级明显提升，显示出2021年后国家对于中医药支持的力度和国家更高层面对于中医药发展的态度与决心，此后各省市落实跟随政策陆续出台；2) **增加明确的发展数据指标**：“十四五”规划对于医疗机构的发展数据落到实处，例如2025年中医医疗机构数量达到9.5万个，中医医院数量达到6300家和每千人口公立中医院床位数达0.85张等。

表：“十四五”中医药发展规划核心内容及对子行业的影响

序号	规划类别	政策核心内容	对子行业的影响	受益标的
1	医疗机构扩充	提升中医院、中医机构、公立医院中医床位数，设置中医院发热门诊。强化中医药特色人才队伍建设，完善落实西医学习中医制度。	有利于产品在院内销售较多，学术推广能力强的中药处方药、中药配方颗粒企业，产品在同院内处方量将提升，也预计能多覆盖新增医疗机构。	以岭药业、济川药业、华润三九、红日药业
2	鼓励中医诊所	鼓励有资质的中医专业技术人员特别是名老中医开办中医诊所。鼓励有条件的中医诊所组建家庭医生团队开展签约服务。推动中医门诊部和诊所提升管理水平。	鼓励企业创办中医诊所，并给予政策支持。	固生堂、同仁堂
3	中药抗疫	坚持中西医并重以及中西医结合、中西药并用、加强中医救治能力建设，推动建立有效机制，促进中医药在新发突发传染病防治和公共卫生事件应急处置中发挥更大作用。	加强对于中药抗疫、治疗未病的支持，预计“三药三方”品种优先受益。	以岭药业、红日药业
4	提升中药材质量	加强中药资源保护与利用，加强道地药材生产管理，提升中药产业发展水平，加强中药安全监管。	中药材质量会因产地、季节气候等原因而产生区别，本次规划进一步强调质量管理，有助于龙头集中度提升。	中国中药、红日药业、太极集团、白云山、同仁堂、寿仙谷等
5	中药创新	加强中医药传承保护，加强重点领域攻关，建设高层次科技平台，促进科技成果转化。	中药创新药获批数量增加，预计未来将有更多中药创新药上市，不断扩充行业与公司的产品线。	以岭药业、康缘药业、天士力等
6	医保与支付	医疗机构炮制使用的中药饮片、中药制剂实行自主定价，符合条件的按程序纳入基本医疗保险支付范围。改善市场竞争环境，引导形成以质量为导向的中药饮片市场价格机制。	在医保的支持下，对院端中药饮片、中药制剂市场进行扩容。	固生堂、同仁堂

- **医疗院线市场扩容在即，长期空间可观。**《“十四五”中医药发展规划》中具有一项约束性指标，即2025年三级公立中医医院和中西医结合医院设置发热门诊的比例将需要达到100%。由于新增门诊难度不大，且约束性指标必须完成，此项政策预计平均每年将为发热类产品带来新增院线市场。另一方面，《“十四五”中医药发展规划》中要求2025年妇幼保健院设置中医临床科室的比例需达到70%，2020年仅为43.56%；2025年二级以上公立中医院设置老年病科的比例提升至60%，妇幼保健类和老年病类药物的院线市场预计也将进一步迎来扩容。

表：十四五中医药发展主要指标

序号	主要指标	2020年	2025年	指标性质
1	中医医疗机构数（万个）	7.23	9.5	预期性
2	中医医院数（个）	5482	6300	预期性
3	每千人口公立中医医院床位数（张）	0.68	0.85	预期性
4	每千人口中医类别执业（助理）医师数（人）	0.48	0.62	预期性
5	每千人口中医类别全科医生数（人）	0.66	0.79	预期性
6	二级以上公立中医医院中医类别执业（助理）医师比例%	51.58	60	预期性
7	二级以上中医医院设置康复（医学）科的比例%	59.43	70	预期性
8	三级公立中医医院和中西医结合医院设置发热门诊的比例%		100	约束性
9	二级以上公立中医医院设置老年病科的比例%	36.57	60	预期性
10	县办中医医疗机构（医院、门诊部、诊所）覆盖率%	85.86	100	预期性
11	公立综合医院中医床位数（万张）	6.75	8.43	预期性
12	二级以上公立综合医院设置中医临床科室的比例%	86.75	90	预期性
13	二级妇幼保健院设置中医临床科室的比例%	43.56	70	预期性
14	社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆的比例%	81.29	力争2022年全部设置	预期性
15	公民中医药健康文化素养水平%	20.69	25	预期性

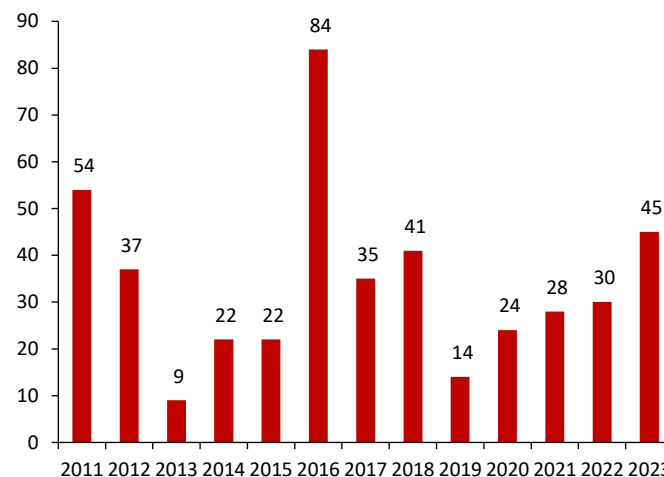
- ❑ 2020年版《药品注册管理办法》及其配套文件《中药注册分类及申报资料要求》通过优化注册分类、明晰来源于古代经典名方的复方制剂的简化审批程序及要求、完善技术审评要求等进一步突出中药特点与临床治疗优势，推动中药新药的研发水平迈上新台阶。
- ❑ 《中药注册管理专门规定》全方位、系统地构建了中药注册管理体系，对中药人用经验的合理应用以及中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等注册分类的研制原则和技术要求进行了明确，强化“以临床价值为导向、重视人用经验、全过程质量控制”等研制理念，加快推进完善中医药理论、人用经验和临床试验相结合（“三结合”）的中药审评证据体系，明确中药疗效评价指标的多元性，为中药新药研制拓展了思路。

表：《中药注册分类及申报资料要求》关于中药注册分类的表述

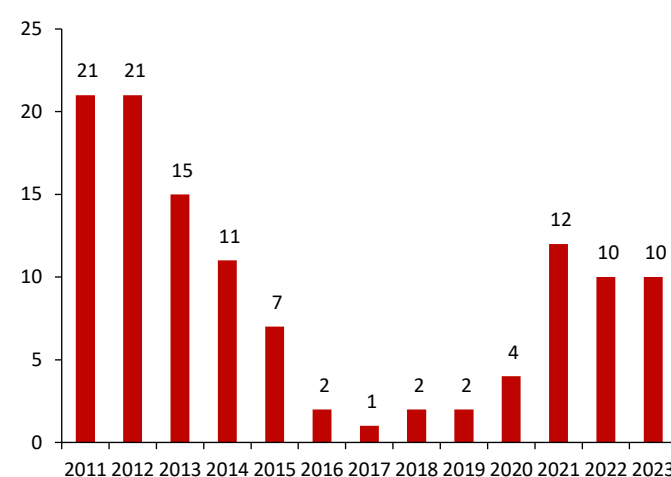
注册类别	注册分类
1	中药创新药，指处方未在国家药品标准、药品注册标准及国家中医药主管部门发布的《古代经典名方目录》中收载，具有临床价值，且未在境外上市的中药新处方制剂
1.1	中药复方制剂，系指由多味饮片、提取物等在中医药理论指导下组方而成的制剂
1.2	从单一植物、动物、矿物等物质中提取得到的提取物及其制剂
1.3	新药材及其制剂，即未被国家药品标准、药品注册标准以及省、自治区、直辖市药材标准收载的药材及其制剂，以及具有上述标准药材的原动、植物新的药用部位及其制剂
2	中药改良型新药，指改变已上市中药的给药途径、剂型，且具有临床应用优势和特点，或增加功能主治等的制剂
2.1	改变已上市中药给药途径的制剂，即不同给药途径或不同吸收部位之间相互改变的制剂
2.2	改变已上市中药剂型的制剂，即在给药途径不变的情况下改变剂型的制剂
2.3	中药增加功能主治
2.4	已上市中药生产工艺或辅料等改变引起药用物质基础或药物吸收、利用明显改变的
3	古代经典名方中药复方制剂，来源于古代经典名方的中药复方制剂。古代经典名方是指符合《中华人民共和国中医药法》规定的，至今仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的古代中医典籍所记载的方剂。
3.1	按古代经典名方目录管理的中药复方制剂
3.2	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
4	同名同方药，指通用名称、处方、剂型、功能主治、用法及日用饮片量与已上市中药相同，且在安全性、有效性、质量可控性方面不低于该已上市中药的制剂

- **中药新药申报和获批量加量提速，获批种类逐步丰富。**在2015年《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》发布前的4年间，每年都有超过10款中药新药（以批准文号计）获批上市；药审改革后，中药新药上市审评趋严，IND审评通过数量有所增加，上市新品种数量却极少。随着中医药利好政策的陆续出台，特别是2020年版《药品注册管理办法》及其配套文件《中药注册分类及申报资料要求》等的实施，过去三年中药新药上市数保持在两位数的水平。
- **NDA审评时长角度，2019年之后申请NDA的创新中药审评时长大都在1年以内。**其中时间最短的为康恩贝的黄蜀葵花总黄酮口腔贴片，仅209天，与药品审评中心的200天相差无几，主要系该药品为康恩贝向山东省药科学院收购而来，相关技术及研究资料、临床试验批件均已齐全；时间最长的为安邦制药的芪胶调经颗粒，达近11年，主要系其首次递交NDA申请在2013年，之后由于补充相关资料延缓了上市时间。相比而言，2019年之前申请NDA的创新中药审评时长均在2年以上，最长的也超过了10年。我们预计受益于利好政策的出台和创新实力的增强，创新中药NDA审评时长有望向200天收敛。

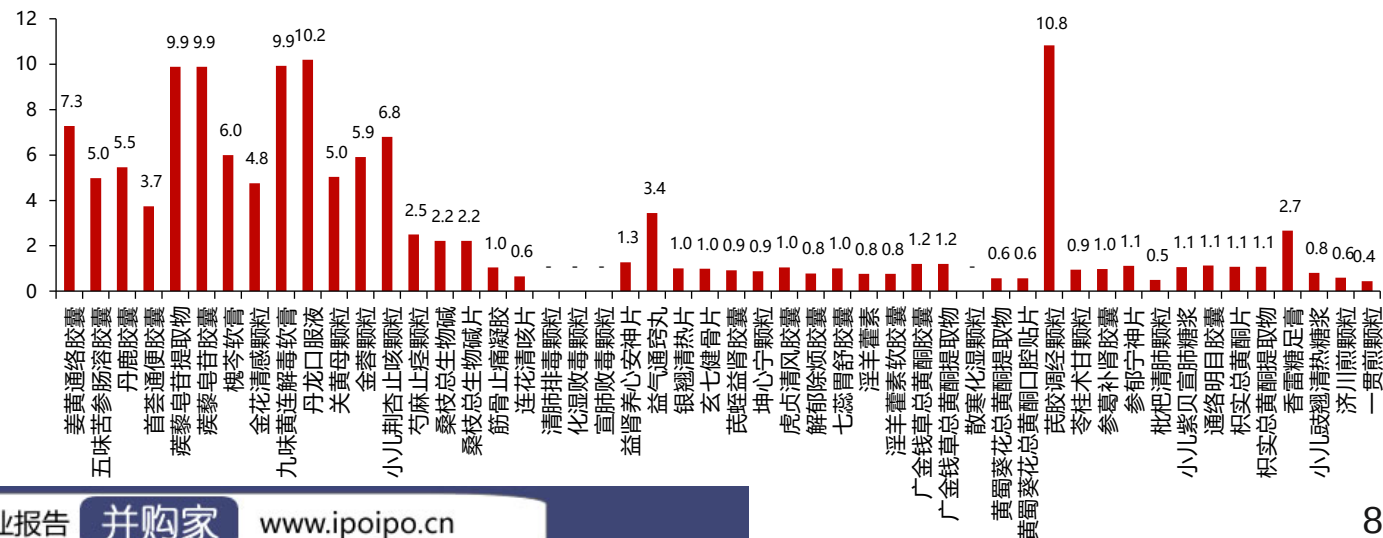
2011年以来创新中药IND审评通过数量（以批准文号计）



2011年以来中药天然药物NDA通过数量（以批准文号计）



2015年以来通过NDA审评的创新中药NDA审评时长（年，以批准文号计）



□ **中医药机构、中药、中医医疗服务纳入医保支付范围。**2021年12月31日国家医保局、国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》进一步扩大中医药医保覆盖范围，实现“三拓展”：1) 拓展中医类医保定点机构范围，支持将提供中医服务的康复医院、安宁疗护中心、护理院等纳入医保定点机构范围；2) 拓展异地就医直接结算定点范围，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；3) 拓展中医“互联网+”服务，支持将中医医疗机构提供的“互联网+”服务纳入医保支付范围。此后各省市陆续出台相关跟随文件，落实中医机构、中药及中医医疗服务纳入医保范围。

□ **2023年医保目录优化调整支付限定，多个中药品种解除支付限制。**继2022年医保目录对多个中药品种使用限制进行调整，2023年医保目录延续该趋势，多个中成药品种完全解除医保支付限制，例如复方阿胶浆（东阿阿胶）、健胃消食片（江中药业等）、龙牡壮骨颗粒（健民集团）、金康复口服液（华润三九）等；此外中药注射剂品种也大幅解限，参附注射液（华润三九）、热毒宁注射液（康缘药业）、痰热清注射液（上海凯宝）、喜炎平注射液（青峰药业）等产品均取消了具体适应症限制支付，只保留二级以上机构使用的限制，医保支付天花板提升，有望进一步催化院内放量。

表：2023年医保目录中成药品种解限情况（部分）

序号	药品名称	独家产品	2023年版医保目录备注	2022年版医保目录备注
1	复方阿胶浆	东阿阿胶		限有重度贫血检验证据
2	养正合剂	步长制药		限恶性肿瘤放疗期间白细胞检验指标明显低下
3	化积颗粒(口服液)	仁和制药		限儿童
4	健胃消食片	江中药业等		限儿童
5	紫龙金片	达仁堂		限肺癌
6	养正消积胶囊	以岭药业		限肝癌采用肝动脉介入治疗术后的辅助治疗
7	龙牡壮骨颗粒	健民药业		限小儿佝偻病
8	金康复口服液	华润三九		限原发性非小细胞肺癌
9	定坤丹(丸)	广誉远		限月经不调，行经腹痛
10	威麦宁胶囊	中国中药		限中晚期癌症
11	鸦胆子油软胶囊(口服乳液)	华润三九等		限中晚期癌症
12	安宫牛黄丸	同仁堂等	限与说明书一致的情形	限高热惊厥或中风所致的昏迷急救、抢救时使用
13	生白颗粒(口服液、合剂)	康恩贝	限肿瘤患者。	限恶性肿瘤放疗期间白细胞检验指标明显低下
14	益肺清化膏	达仁堂	限肿瘤患者。	限晚期肺癌
15	化癥回生口服液	哈药集团	限肿瘤患者。	限中晚期肺癌和肝癌
16	参附注射液	华润三九	限二级及以上医疗机构。	限二级及以上医疗机构有阳气虚脱的急重症患者
17	热毒宁注射液	康缘药业	限二级及以上医疗机构。	限二级及以上医疗机构重症患者
18	痰热清注射液	上海凯宝	限二级及以上医疗机构。	限二级及以上医疗机构重症患者
19	疏血通注射液	九芝堂	限二级及以上医疗机构缺血性心脑血管疾病的患者。	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性脑血管疾病急性发作证据的重症患者
20	华蟾素注射液	华润三九	限肿瘤患者。	限癌症疼痛且吞咽困难者
21	喜炎平注射液	青峰药业	限二级及以上医疗机构重症患者	限二级及以上医疗机构。
22	舒血宁注射液	珍宝岛等	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性发作证据的患者	限二级及以上医疗机构缺血性心脑血管疾病的患者。
23	舒肝宁注射液	瑞和制药	限急性肝炎、慢性肝炎活动期的患者	限肝炎患者。

中医药机构、中药、中医医疗服务纳入医保支付范围。2021年12月31日国家医保局、国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》进一步扩大中医药医保覆盖范围，实现“三拓展”：1) 拓展中医类医保定点机构范围，支持将提供中医服务的康复医院、安宁疗护中心、护理院等纳入医保定点机构范围；2) 拓展异地就医直接结算定点范围，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；3) 拓展中医“互联网+”服务，支持将中医医疗机构提供的“互联网+”服务纳入医保支付范围。此后各省市陆续出台相关跟随文件，落实中医机构、中药及中医医疗服务纳入医保范围。

2023年医保目录优化调整支付限定，多个中药品种解除支付限制。继2022年医保目录对多个中药品种使用限制进行调整，2023年医保目录延续该趋势，多个中成药品种完全解除医保支付限制，例如复方阿胶浆（东阿阿胶）、健胃消食片（江中药业等）、龙牡壮骨颗粒（健民集团）、金康复口服液（华润三九）等；此外中药注射剂品种也大幅解限，参附注射液（华润三九）、热毒宁注射液（康缘药业）、痰热清注射液（上海凯宝）、喜炎平注射液（青峰药业）等产品均取消了具体适应症限制支付，只保留二级以上机构使用的限制，医保支付天花板提升，有望进一步催化院内放量。

表：2023年医保目录中成药新增品种

序号	药品名称	独家产品	2023年版医保目录备注
1	麻苧消咳颗粒	天长亿帆	
2	射麻口服液	太极集团	
3	芪黄颗粒	药都集团	
4	八味芪龙颗粒	华森制药	限中风病中经络(轻中度脑梗塞)恢复期患者。
5	脑心安胶囊	天昌元	限中重度脑梗塞、冠心病心绞痛患者。
6	芪丹通络颗粒	河北中唐	
7	芪苈通络胶囊	万通药业	限中风病中经络(轻中度脑梗塞)恢复期患者。
8	西红花总苷片	瑞阳制药	限化疗产生心脏毒性引起的心绞痛患者。
9	银杏内酯注射液	百裕制药	限二级及以上医疗机构脑梗死恢复期患者，单次住院最多支付14天。
10	银杏二萜内酯葡胺注射液	康缘药业	限二级及以上医疗机构脑梗死恢复期患者，单次住院最多支付14天。
11	食道平散	欧珂药业	限中晚期食道癌所致食道狭窄梗阻的患者。
12	参一胶囊	亚泰制药	限原发性肺癌、肝癌化疗期间使用。

表：2023年医保目录协议期内谈判中成药调整情况

序号	药品名称	独家产品	2023年医保支付标准降幅	2022年医保备注	2023年备注
1	参乌益肾片	康缘药业	-2.3%		
2	复方黄黛片	亿帆生物	-2.5%		
3	杜蛭丸	吉林敖东	-2.5%	限中风病中经络恢复期患者。	
4	冬凌草滴丸	数度医药	-5.3%	限放疗后急性咽炎的轻症患者。	
5	注射用益气复脉(冻干)	天士力	-3.5%		
6	注射用黄芪多糖	海南斯达制药	-14.4%		
7	血必净注射液	红日药业		限二级及以上医疗机构重症患者的急救抢救。	限二级及以上医疗机构。
8	丹红注射液	步长制药			限二级及以上医疗机构。
9	连榆烧伤膏	扬子江	新进 (2019年上市)		
10	虎贞清风胶囊	一力制药	新进 (2021年上市)		
11	淫羊藿素软胶囊	康而福药业	新进 (2022年上市)		*
12	广金钱草总黄酮胶囊	康乐药业	新进 (2022年上市)		
13	散寒化湿颗粒	康缘药业	新进 (2022年上市)		
14	黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	康恩贝	新进 (2022年上市)		
15	芪胶调经颗粒	安邦制药	新进 (2022年上市)		
16	苓桂术甘颗粒	康缘药业	新进 (2022年上市)		
17	参葛补肾胶囊	中国中药	新进 (2022年上市)		

1.4 中药集采降价幅度相对温和，市场竞争良性的品种受益明显

从过往中成药集中带量谈判采购拟中选/备选结果可以看出：

- ❑ 中成药产品的平均降幅在40%左右，其中独家品种的平均降幅仅在10%左右，远低于化药动辄60%以上的降价幅度，不仅反映了国家旨在通过引导企业理性竞争，推动行业从重营销向重研发转变，也反映了国家医保账户对中药的区别性开放，助力中医药传承创新和高质量发展。
- ❑ 就独家品种而言，仅有两次集采涵盖独家品种，且占比仅为18.6%，平均降幅仅在10%左右，可见中成药独家品种具有免疫集采的特性，公司主营业务中独家品种占比较大的公司受益最明显。
- ❑ 就独家剂型而言，尽管广东等6省联盟、北京市、山东省和全国30省联盟的平均降幅低于非独家产品，但湖北等19省联盟和上海市的恰恰相反。从北京市带量谈判和带量联动的降幅角度可以看出，仅剂型独家，未必能够获得较低的降幅，只有该剂型对应着市场竞争相对不足的品种时，才能在集采中受益。
- ❑ 就非独家产品而言，尽管平均降幅一般相对独家产品更高，且除了杏灵滴丸外降幅超过60%的产品皆是非独家产品，但是该产品市场竞争相对不足时，降幅也可以较小，只是说非独家产品中市场竞争充分的品种占比更多而已。
- ❑ OTC品种因不在医保支付内而不受集采降价的影响。

表：已开标中成药集中带量采购联盟/省份中标情况

序号		湖北等19省联盟	广东等6省联盟	北京市	山东省	全国30省联盟	上海市
1	中标药品数量	46	102	59	41	15	16
2	中标企业数量	97	174	122	66	63	72
3	中标产品数量	111	361	241	158	68	40
4	参与企业数量	157	275		155	86	
5	中选率	62%	63%		43%	73%	
6	平均降幅	42.27%	56.14%*	35.75%	44.31%	49.36%	41.11%
7	独家品种		12.47%	8.26%			
8	药品数量		19	11			
9	占比		18.63%	18.64%			
10	独家剂型	47.06%	26.37%	36.33%	39.00%	36.83%	41.69%
11	带量谈判			19.90%			
12	带量联动			42.41%			
13	非独家品种	42.00%	61.81%*	37.36%	45.21%	51.03%	41.01%
14	带量谈判			10.83%			
15	带量联动			37.92%			
16	最大降幅	82.63%	99.11%*	82.63%	87.97%	98.76%	74.59%
17	产品名称	银杏叶片	银杏叶片	银杏叶片	银杏叶片	香丹注射液	肾衰宁片
18	生产企业	四川森科制药	河北天成药业	四川森科制药	威海华洋药业	上海六合堂生物科技	沈阳东新药业

02

**股权激励开门红，
国企激励方案有望
陆续推进**

- 2024年1月2日，东阿阿胶发布第一期股权激励计划，江中药业发布第二期股权激励计划，从业绩考核条件来看，目标中除规定2024-2026年公司归母净利润最低值外，还对如ROE、ROIC、研发投入强度等经营指标进行了考核，我们认为这反映出公司对远期业绩的信心和对经营质量管控的决心。我们认为随着“十四五”计划逐步实施，其他中药板块国企也有望加强内部激励，建议关注华润三九、昆药集团、太极集团、达仁堂等。

东阿阿胶-第一期股权激励-业绩考核条件

1、2024年净资产收益率不低于10.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平；2、以2022年基准，2024年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于20%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平；3、2024年营业利润率不低于23.00%

1、2025年净资产收益率不低于10.50%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平；2、以2022年基准，2025年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于20%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平；3、2025年营业利润率不低于23.50%

1、2026年净资产收益率不低于11.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平；2、以2022年基准，2026年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于20%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平；3、2026年营业利润率不低于24.00%

江中药业-第二期股权激励-业绩考核条件

1、2024年投入资本回报率应不低于13.60%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；2、以2022年归母净利润为基数，2024年归母净利润年复合增长率应不低于9.0%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；3、2024年研发投入强度应不低于3.90%。

1、2025年投入资本回报率应不低于13.60%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；2、以2022年归母净利润为基数，2025年归母净利润年复合增长率应不低于9.0%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；3、2025年研发投入强度应不低于3.91%。

1、2026年投入资本回报率应不低于13.60%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；2、以2022年归母净利润为基数，2026年归母净利润年复合增长率应不低于9.0%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；3、2026年研发投入强度应不低于3.92%。

□ 2024年2月21日，中国中药公告，国药集团拟每股4.6港币（溢价34.11%）将中国中药私有化。中国中药私有化推进，是中药央企改革的重要事件。

建議

要約人董事會及董事會聯合宣佈，於2024年2月9日，要約人要求董事會向計劃股東提呈有關建議私有化本公司之建議，倘獲批准，將導致撤銷股份在香港聯交所的上市地位。董事會已審閱建議，並同意將其提呈給計劃股東。

建議將根據公司條例第673條之規定，透過計劃安排的方式實施。計劃生效後：

- (a) 控股股東持有的控股股東計劃股份（佔本公司已發行股本約32.46%），將以控股股東註銷代價為代價予以註銷，即向控股股東配發及發行入賬列作繳足的1,634,705,642股要約人股份，金額相當於所有控股股東計劃股份按每股計劃股份以註銷價計算的總額；
- (b) 所有其他計劃股份（包括控股股東以外的要約人一致行動人所持有的股份）（佔本公司已發行股本約67.54%）將予以註銷，代價為每股計劃股份4.6港元的註銷價，該代價將以現金支付；
- (c) 本公司已發行股本將因註銷所有計劃股份而減少。緊隨該減少後，本公司將向要約人發行相當於已註銷計劃股份數量的新股，以使本公司已發行股本恢復至緊接股本減少前的已發行數額。因註銷計劃股份而產生的儲備將用於向要約人全額繳付所發行的入賬列作繳足的新股。據此，本公司將由要約人全資擁有；
- (d) 控股股東及投資者集團各成員公司須按控股股東指示，以現金投資方式向要約人提供或促使提供財團協議所載彼等各自的現金出資額，以償還債務融資本金及／或根據收購守則履行要約人在計劃項下應付現金代價及相關成本的責任；在此前提下，要約人須如財團協議所載向控股股東及投資者集團各自配發及發行入賬列作繳足的要約人股份數目，惟計劃必須已生效；及
- (e) 股份於香港聯交所的上市地位將於生效日期後在切實可行的情況下盡快撤銷。

根據計劃以現金註銷之每股計劃股份（控股股東計劃股份除外）4.6港元的註銷價較：

- (a) 緊接暫停股份買賣以待刊發本聯合公告前香港聯交所所報之每股股份收市價3.43港元溢價約34.11%；
- (b) 最後交易日香港聯交所所報之每股股份收市價3.43港元溢價約34.11%；
- (c) 截至最後交易日（包括該日）止5個交易日在香港聯交所所報每股平均收市價約3.06港元溢價約50.13%；
- (d) 截至最後交易日（包括該日）止30個交易日在香港聯交所所報之每股平均收市價約3.28港元溢價約40.24%；
- (e) 截至最後交易日（包括該日）止60個交易日在香港聯交所所報之每股平均收市價約3.55港元溢價約29.44%；
- (f) 截至最後交易日（包括該日）止90個交易日在香港聯交所所報之每股平均收市價約3.58港元溢價約28.35%；
- (g) 截至最後交易日（包括該日）止180個交易日在香港聯交所所報之每股歷史最高收市價4.05港元溢價約13.58%；
- (h) 截至2022年12月31日，每股股份的股東應佔綜合資產淨值約4.48港元（根據本公司截至2022年12月31日止年度之經審計綜合財務報表）溢價約2.61%；及
- (i) 截至2023年6月30日，每股股份的股東應佔未經審計綜合資產淨值約4.42港元（根據本公司截至2023年6月30日止六個月之未經審計中期綜合財務報表）溢價約4.12%。

03

中药与消费板块相比估值更具性价比

- 我们选取了中药行业主要上市公司和消费食品饮料行业主要上市公司做对比，两个板块主要标的PEG相近，而我们认为在老龄化受益明显、政策支持属性强同时需求更为刚性的背景下，中药行业估值更具性价比。

表：中药行业主要公司盈利预测与PEG

序号	上市公司	股票代码	市值 (亿元)	净利润2023E	净利润2024E	净利润2025E	PEG
1	广誉远	600771.SH	124.4	1.1	1.5	2.1	2.20
2	云南白药	000538.SZ	898.1	45.9	50.6	56.0	1.70
3	同仁堂	600085.SH	615.9	18.0	21.1	24.8	1.67
4	片仔癀	600436.SH	1,310.5	27.8	36.6	44.0	1.40
5	东阿阿胶	000423.SZ	359.9	10.8	13.1	15.7	1.33
6	天士力	600535.SH	241.6	11.0	12.8	14.6	1.26
7	葵花药业	002737.SZ	155.8	12.0	12.5	14.7	1.18
8	华润三九	000999.SZ	549.3	29.7	34.2	39.2	1.09
9	以岭药业	002603.SZ	356.0	21.0	24.1	28.0	0.96
10	济川药业	600566.SH	328.3	25.2	28.0	32.1	0.90
11	羚锐制药	600285.SH	108.9	5.5	6.6	7.7	0.88
12	马应龙	600993.SH	100.8	5.2	6.2	7.3	0.86
13	康缘药业	600557.SH	103.3	5.0	6.1	7.4	0.79
14	达仁堂	600329.SH	226.0	10.4	12.8	15.9	0.76
15	寿仙谷	603896.SH	56.7	3.1	3.8	4.6	0.71
16	九芝堂	000989.SZ	75.6	4.5	5.5	6.5	0.70
17	康恩贝	600572.SH	125.4	6.9	8.6	10.2	0.68
18	健民集团	600976.SH	85.6	5.2	6.3	7.8	0.60
19	太极集团	600129.SH	228.9	9.1	12.5	16.3	0.55

表：消费行业主要公司盈利预测与PEG

序号	上市公司	股票代码	市值 (亿元)	净利润2023E	净利润2024E	净利润2025E	PEG
1	海天味业	603288.SH	2,295.4	60.7	69.2	78.3	2.44
2	贵州茅台	600519.SH	21,586.3	739.9	879.6	1,024.5	1.39
3	中炬高新	600872.SH	197.5	6.6	7.8	9.5	1.22
4	五粮液	000858.SZ	5,476.9	302.5	342.7	388.9	1.19
5	千禾味业	603027.SH	160.8	5.3	6.7	8.2	1.01
6	山西汾酒	600809.SH	2,865.7	105.0	130.8	160.3	0.93
7	劲仔食品	003000.SZ	63.7	2.0	2.6	3.4	0.75
8	洋河股份	002304.SZ	1,541.1	107.3	124.8	144.5	0.77
9	盐津铺子	002847.SZ	136.7	5.1	6.7	8.5	0.70
10	泸州老窖	000568.SZ	2,434.7	132.1	162.7	197.5	0.67
11	洽洽食品	002557.SZ	170.9	8.3	11.1	13.2	0.58

04

投资建议

我们认为中药成长逻辑逐步清晰化，那就是短期补库存、中期医保解限放量、长期新品获批接力，同时叠加国企改革、政策鼓励等对于产业和公司内在动力的释放，行业进入成长新周期。在当前时点，我们认为中药板块估值具有相对性价比，同时医保政策放宽、股权激励等方案陆续落地有望催化板块行情，我们主要推荐三条投资主线：

- **国企改革线：**中药国资企业，品牌力较强、规模较大但缺乏灵活机制，国企改革有望成为国企中药业绩改善的强驱动力，推荐**东阿阿胶**、**华润三九**，关注**太极集团**、**昆药集团**；
- **低估值高股息：**推荐ROE稳定增长的**羚锐制药**，商业模式转型、BD打开二次成长曲线**济川药业**；
- **基本面优秀，估值处于历史低位的国企：**建议关注**片仔癀**、**同仁堂**等。

- **资产减值出清，经营走上正规。**公司自2020年主动对存货和应收账款进行大体量减值清理，自2020Q4开始公司经营性现金流连续十二季度为正，大额资产减值已基本完毕，预计2024年将在“快速奔跑中调整姿势”。此外，随着库存水位降低，公司对下游话语权逐步增强，现货现款能力提升，终端需求已处于稳定状态。
- **新渠道与新产品+复方阿胶浆医保解限带动收入业绩增长。**2023年公司持续夯实核心基石业务同时紧跟消费需求：1) 东阿阿胶块：维持药店价格稳定，以量拉动纯销；2) 复方阿胶浆：快速铺设药店，加快院端学术推广，实现大品种战略回归；3) 桃花姬：招募快消团队营销，启用新产品代言人，触达年轻消费群体，实现桃花姬全渠道快速增长；4) 新产品条线：海龙胶与龟鹿二仙积极开展临床与营销，健脑补肾口服液（中药独家品种）以东阿阿胶男士滋补品牌“皇家围场1619”焕新上市，重点布局线下零售市场。2023年医保目录取消了复方阿胶浆“限有重度贫血检验证据”的支付限制，终端销售更顺畅
- **对外寻求外延并购，对内调动员工积极性。**公司现金充裕，将持续寻找补益类产品优势企业，合适时机进行收购，扩充产品线实现互利共赢。2022年东阿基本完成员工岗位调整，严格的绩效要求与激励措施相配套，员工积极性高。
- **盈利预测：**考虑到公司为中药行业龙头，核心产品需求稳健，受集中采购降价影响小，测算公司2023-2025年归母净利润分别为11.21/14.02/16.51亿元。
- **风险提示：**政策调整风险，原材料供给不足和价格提升风险

表：东阿阿胶核心指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,042	4,764	6,066	7,100
增长率	5.01%	17.87%	27.32%	17.05%
归母净利润(百万元)	780	1,121	1,402	1,651
增长率	77.10%	43.75%	25.05%	17.77%
每股收益（元）	1.21	1.74	2.18	2.56
P/E	46.14	32.09	25.66	21.79

- **股票激励计划保障经营质量，“十四五”规划营收翻番。**公司制定了十四五期间营收翻番的战略目标，并发布了限制性股票激励计划，有助于激发经营管理层及核心骨干人才的积极性。公司中短期目标明晰，对业绩诉求较强。
- **CHC业务稳健增长。**核心产品999感冒灵领军市场多年，品牌优势突出，常年位列零售终端感冒用药第一名；公司持续加强线上线下融合，充分发展线上O2O业务，并通过大品牌带动感冒品类，市占率有望稳步提升。20年并购的澳诺业务近两年增速较快，主要系能够与原有的儿科品牌在消费者洞察、品牌运作和终端覆盖方面的优势有机结合，线上渠道的搭建和消费升级的发展趋势将助力其保持较好的销售趋势。
- **配方颗粒业务在标准研究、药材资源把控、产品研发、生产以及营销推广方面已形成先发优势。**受益于试点结束、中医医疗机构扩充等利好政策，叠加新建产能陆续释放，将在未来三年迎来良好发展。
- **昆药并表带动业绩高增。**2023年公司已围绕战略、组织、文化体系完成了百日融合工作，昆药部分业务和产品已融入三九商道体系，实现了终端覆盖率提升。目前正在进展的一年融合工作有序推进中，不断推进“昆中药1381”精品国药品牌的打造以及推动血塞通三七软胶囊产品与品牌升级。
- **盈利预测：**考虑到公司品牌力较强，中药配方颗粒业务具备先发优势，渠道建设完善，测算公司2023-2025年归母净利润分别为30.15/34.66/40.14亿元。
- **风险提示：**集采等行业政策调整风险，研发创新风险，并购整合风险，原材料价格波动风险

表：华润三九核心指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	18,079	27,479	30,359	33,581
增长率	16.31%	51.99%	10.48%	10.61%
归母净利润(百万元)	2,449	3,015	3,466	4,014
增长率	19.16%	23.11%	14.97%	15.81%
每股收益（元）	2.48	3.05	3.51	4.06
P/E	22.43	18.22	15.85	13.69

- **业绩增长稳健，确定性高。** 受益于人口老龄化带来的骨科贴剂放量和“两只老虎”产品低价带来的价格提升，公司贴膏剂产品预计将实现稳健增长；在此基础上，独家产品培元通脑胶囊有望进入基药目录实现放量，非独家口服药产品已完成基层医疗队伍优化助力实现基层快速覆盖，唤醒休眠产品及新收购药品批文提供业绩弹性；叠加第二轮营销改革带来的销售费用率每年稳定下降，预计公司利润将持续良好增长。
- **分红比率高，22年为72.73%。** 公司近5年逐步提高分红比例，近两年分红比率维持在70%以上。
- **核心产品受集采降价影响小。** 公司核心产品包括通络祛痛膏、培元通脑胶囊、丹鹿通督片和“两只老虎”系列贴膏，前三者为独家产品，后者为OTC产品，具备集采免疫属性。
- **盈利预测：** 考虑到公司具有较强的品牌价值和营销改革带来的渠道优势，测算公司2023-2025年归母净利润分别为5.44/6.39/7.56亿元。
- **风险提示：** 政策调整风险、成本波动风险、研发创新风险

表：羚锐制药核心指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	30.02	33.30	38.02	43.23
增长率	11.45%	10.93%	14.17%	13.69%
归母净利润(百万元)	4.65	5.44	6.39	7.56
增长率	28.71%	16.92%	17.37%	18.35%
每股收益（元）	0.82	0.96	1.13	1.33
P/E	24.0	20.5	17.4	14.8

- **业绩回归历史巅峰，成本管控显成效。** 2022年公司实现营业收入89.96亿元，同比+17.9%，归母净利润21.71亿元，同比+26.27%，达到上市以来最高值。23年前三季度公司合理控制运营成本，进一步优化期间费用，销售费用率下降至41.60%（同比-3.44pcts），经营表现持续提升。
- **蒲地蓝退省医保影响消退，二三线产品铺设药店放量。** 截至2022年底，蒲地蓝和蛋白琥珀酸铁已调出所有省级医保目录，退省医保影响完全消退。此外，小儿豉翘等二三线产品快速铺设药店，多款产品上市（丙戊酸钠注射用浓溶液、阿奇霉素干混悬剂和长效生长激素等），带动业绩增长。
- **外延并购丰富产品管线，构筑长期增长动力。** 2022年公司共达成4项产品引进或合作协议，包括1款于自免的一类新药，1款于消化外科的二类新药，及2款用于新生儿黄疸的医疗器械，现有治疗管线，进一步丰富。23H1济川药业集团有限公司与南京征祥医药有限公司签署独家合作协议及投资意向书。公司将有一款用于治疗或预防流感的聚合酶酸性蛋白（PA）抑制剂（代号为：ZX-7101A）口服制剂约定的适应症享有独家推广权益。ZX-7101A已完成 I /II 期临床研究，即将完成第一个适应症的临床 III 期试验，有望成为第一款上市的国产PA抑制剂。根据2022年股权激励方案，公司将每年完成4个新BD持续扩充公司产品线，为未来提供持久动力。
- **盈利预测：** 鉴于公司为中药处方药龙头，内生与外延双轮驱动增长，测算公司2023-2025年归母净利润分别为24.53/27.15/31.55亿元。
- **风险提示：** 政策调整风险，成本波动风险，BD进展不及预期风险

表：济川药业核心指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,996	9,357	9,460	10,470
增长率	17.90%	4.01%	1.11%	10.67%
归母净利润(百万元)	2,171	2,453	2,715	3,155
增长率	26.27%	13.00%	10.70%	16.18%
每股收益（元）	2.35	2.66	2.95	3.42
P/E	15.1	13.3	12.0	10.4

- **核心产品配方与原材料壁垒高，量价提升方面公司把控力强。**片仔癀为国家一级保密配方，在高端肝胆类治疗保健中药里品牌力极强，同时把控天然麝香原材料供给量，核心消费者需求稳定，对价格敏感度低。2023年5月起，核心产品零售价上调29%，出厂价上调40%，2024年业绩值得期待。
- **安宫牛黄丸上量，23年前三季度营收突破两亿。**2021Q2公司收购的龙晖安宫牛黄丸营收在表端获得体现，并于2023年1月成功将天然麝香（体培牛黄）品规推向市场。23年前三季度公司心脑血管用药（主要为安宫牛黄丸）实现营业收入2.40亿元（同比+79.34%），品牌力强的高毛利率保护品种持续借助体验馆扩张与线上渠道快速放量。
- **盈利预测：**考虑到公司为中药行业龙头，核心产品存在量价齐升实力，受集中采购降价影响小，测算公司2023-2025年归母净利润为27.84/32.13/37.01亿元。
- **风险提示：**政策调整风险、成本波动风险、跨区域拓展不及预期

表：片仔癀核心指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,694	10,035	11,589	13,032
增长率	8.38%	15.42%	15.49%	12.45%
归母净利润(百万元)	2,472	2,784	3,213	3,701
增长率	-1.52%	12.59%	15.42%	15.18%
每股收益（元）	4.10	4.61	5.33	6.13
P/E	53.00	47.08	40.79	35.41

- ❑ **公司品种品牌力均较强，具备持续量价齐升实力。**2022年公司前五名系列产品安宫牛黄丸、牛黄清心丸、大活络丸、六味地黄丸和金匱肾气丸占工业板块营收比重为45.77%，脑血管与补益类产品偏向慢病用药，消费者粘性强，具备持续量价齐升实力。近些年由于上游原材料供给受限叠加下游需求稳定增长，公司产品提价频次提升。根据中药材天地网数据，2024年2月亳州天然牛黄价格为120万元/公斤（2023年2月为70万元/公斤，同比+71.43%），原材料价格上涨背景下，公司提价预期增长。此外，公司核心产品主要在OTC渠道销售，受集中采购降价风险小，未来估值存在向上空间。
- ❑ **持续受益于中医药医保支持政策。**随着《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》发布，各省市陆续出台相应中医药医保支持政策。截至2022年底，公司共设立零售门店942家，同比新增24家，医保定点占比为75.05%，其中有595家门店设立中医诊所，同比新增35家。预计公司在未来持续受中药药店纳入医保定点和中医诊所诊疗费用纳入医保的政策利好，客流量持续提升，收入业绩有望长期稳健增长。
- ❑ **盈利预测：**考虑到公司为中药行业龙头，核心产品具备量价齐升实力，受集中采购降价影响小，测算公司2023-2025年归母净利润为16.23/19.02/21.41亿元。
- ❑ **风险提示：**政策调整风险、成本波动风险、市场竞争加剧

表：同仁堂核心指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	15,372	18,237	20,616	23,300
增长率	5.27%	18.63%	13.04%	13.02%
归母净利润(百万元)	1,426	1,623	1,902	2,141
增长率	-15.83%	13.81%	17.20%	12.56%
每股收益（元）	1.04	1.18	1.39	1.56
P/E	43.20	37.96	32.39	28.77

05

风险提示

1、政策落地不及预期的风险

- 医药行业是受到政府政策影响较大的行业之一，医药行业产业政策以及国家、地方性法律法规的变化，将直接影响医药行业的景气程度。随着国家医疗卫生体制改革的不断推进与深化，医药政策措施陆续出台，对医药行业带来了较大的改变和冲击。公立医院改革、两票制、医保控费、限制适应症、辅助用药目录、重点监控目录、药品审评制度、GMP飞行检查等相关政策出台和实施将深刻影响医药产业的各个领域，加强药品质量控制及药品控费将成为常态，药品带量采购日益常态化开展，国家医保局也鼓励各地研究并探索对未过评品种、中成药、生物制品等开展集中带量采购工作。
- 近年来中药利好政策持续出台，包括创新药物研发、医保支付、人才培养、中药材质量管控等，但具体实施或有差距。

2、集采降价的风险

- 药品作为与国民经济发展和经济生活关系重大的商品，其价格受国家政策影响较大。随着医保控费等相关政策逐渐深化，集中带量采购政策在全国的推广实施，一系列政策趋势或将导致药品招标制度的重大改革，进而影响药品的招标和价格。

3、市场竞争加剧的风险

- 中药已有上千年的传承历史，其作为药品不仅要面临繁多的同类型中药品种的竞争，还要面临西药的竞争。顶层政策利好叠加新形势下国家组织药品集中采购导致药价大幅降低，价格竞争将会进一步加剧

4、原材料价格风险

- 近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，总体呈上涨趋势。药材价格上涨影响因素复杂且具有不可预测性，主要包括：绿色回归理念加上中药本身具有的预防、保健功效使得中药需求大增；乱采滥挖对野生中药材资源的破坏、国家对珍稀野生药材实行禁采和限采；中药材实际种植面积下降、资金炒作等。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>