

## 中药 II

### 古代经典名方落地上市，龙头企业抢占新市场

#### 古代经典名方有望高速发展

按目录管理的经典名方是临床广泛应用、疗效确切且有明显优势的古代医籍方剂，以中药 3.1 类管理；与中药创新药相比，经典名方可免临床申报上市，研发周期缩短。康缘药业获批首个经典名方后，各企业 2023 年相继申报推动行业落地；经典名方或可替代疗效不明的中成药，叠加国家鼓励开发经典名方，行业有望快速发展。

#### 企业积极布局抢占经典名方新市场

经典名方处方公开，其发展模式与日本汉方制剂相似；汉方制剂规模 2020 年达到 2135.68 亿日元，1976-2020 年 CAGR 约 7%，前十五年（1976-1991 年）CAGR 达 21%。根据 2020 年日本汉方制剂市占率，我们中性估计 2035 年国内古代经典名方市场规模有望达到 807 亿元，市场空间广阔。经国家中医药管理局组织遴选后，324 首经典名方可豁免临床试验上市，中国超过 43 家上市公司积极布局经典名方，抢占蓝海市场。

#### 严监管下龙头企业优势显著

政策利好经典名方发展，但《中药注册管理专门规定》对准入端提出要求：生产企业开展上市后临床研究、说明书安全项不明确的品种 2026 年 7 月 1 后不予再注册等。龙头企业优势明显：（1）药品研发与疗效评价体系健全，持续完善产品循证证据；（2）布局中药全产业链，成本优势明显、产品质量更有保障；（3）品牌价值高，商业化能力强，销售渠道广。我们判断行业存在较高准入条件，市场份额或将向龙头企业集中。

#### 投资建议

考虑到经典名方临床广泛应用、可豁免临床上市等优势，我们给予行业“强于大市”评级。行业存在较高准入要求，市场将更注重产品质量与疗效，关注药品疗效评价体系突出的头部企业，如康缘药业、以岭药业与天士力；关注产业链健全、产品质量有保证的龙头企业，如华润三九、太极集团、以岭药业、天士力、康恩贝与同仁堂等；关注品牌与销售渠道有优势的企业，如华润三九、太极集团、同仁堂、东阿阿胶、江中药业与康恩贝等；关注经典名方申报进度领先的企业，如康缘药业、吉林敖东等。

**风险提示：**政策法规风险；产品质量风险；原材料供应及价格波动风险；行业竞争加剧风险；行业发展不及预期

#### 重点推荐标的

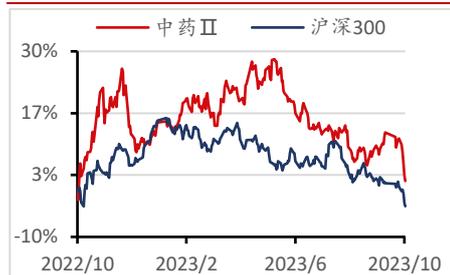
简称	EPS			PE			GAGR-3	评级
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
康缘药业	0.98	1.23	1.56	16.5	13.2	10.4	27.96%	买入
以岭药业	1.34	1.67	1.96	16.1	12.9	11.1	11.45%	买入
天士力	0.60	0.73	0.83	22.5	18.4	16.2	/	买入
华润三九	3.10	3.62	4.21	13.3	11.4	9.8	19.35%	买入
太极集团	1.48	2.22	2.76	24.9	16.6	13.4	63.82%	买入
东阿阿胶	1.56	1.82	2.17	29.1	24.9	20.9	21.55%	买入
江中药业	1.10	1.31	1.52	16.4	13.8	11.9	17.16%	买入
康恩贝	0.28	0.31	0.35	17.6	15.6	13.8	36.43%	买入
同仁堂	1.28	1.51	1.77	38.1	32.2	27.6	19.44%	增持
吉林敖东	1.63	1.89	2.09	9.8	8.5	7.7	10.91%	增持

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 10 月 20 日收盘价

投资建议：强于大市（首次）

上次建议：

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：郑薇

执业证书编号：S0590521070002

邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

#### 相关报告

## 投资聚焦

### 核心逻辑

- (1) 中国老年化程度加剧，疾病预防、治疗与康复需求进一步提升，中医药提前介入下有望延缓或阻断疾病发展，缓解医疗资源紧缺现象；
- (2) 政策利好中医药发展，推动中医药服务建设，包括建设中医院、培养更多中医师、二级以上公立综合医院设立中医科、基层医疗机构配备中医馆等，中医药渗透率有望持续提升；
- (3) 经典名方是选自古代医籍中至今临床仍广泛应用、疗效确切的中药处方；国家组织遴选经典名方目录，豁免临床研究以药品形式上市，推动中医传承创新发展；药企积极布局古代经典名方以丰富产品管线，巩固所在细分领域的龙头地位。

### 不同于市场观点

**市场观点：**古代经典名方的准入壁垒低，多家企业可生产同一方经典名方，未来难以形成相对集中的竞争格局；经典名方作为处方药仅供中医临床使用，未来发展有限。

**我们认为：**(1) 在政策要求药品全生命周期管理下，临床终端更注重经典名方的质量与循证证据，叠加支持中药保护品种合理的优质优价，行业有望高质量发展。(2) 《中药注册管理专门规定》中提出企业应开展经典名方上市后临床研究，完善有效性与安全性证据，有望扩大到西医临床端与零售端。(3) 对标日本汉方制剂市场格局与龙头企业商业模式，津村药业 2020 年市占率达 83.4%，我们认为未来经典名方市场份额有望向头部优势企业集中。

### 投资建议

(1) 经典名方在医院端中可替代疗效不明的中成药，且部分经典名方在说明书指导下适用于自我诊疗，应用场景辽阔；我们中性估计 2035 年国内古代经典名方市场规模有望达到 807 亿元，行业或将快速发展。

(2) 经典名方未来竞争壁垒或将集中在上市后再评价与商业化运作中，我们建议关注药品研发与疗效评价体系、成本与产品质量控制、品牌与渠道上具备较强优势的企业，如康缘药业、以岭药业、天士力、华润三九、太极集团、东阿阿胶、江中药业、康恩贝、同仁堂与吉林敖东等。

## 正文目录

1. 古代经典名方：源自于中医古籍的方剂	6
1.1 古代经典名方免临床上市	6
1.2 经典名方应用前景辽阔	8
1.3 对标日本发展经典名方	10
2. 中医药迎来红利发展期	13
2.1 政策推动产业高质量发展	13
2.2 国家鼓励研制经典名方	17
2.3 企业紧握“中药传承创新”接力棒	19
3. 严监管下强者恒强	21
3.1 领军企业疗效评价体系突出	22
3.2 头部企业产业链优势明显	23
3.3 龙头企业品牌知名度高	24
4. 重点关注公司	25
4.1 康缘药业：深耕智能制造的中药创新领军企业	25
4.2 以岭药业：高商业化能力的中药创新龙头企业	27
4.3 天士力：产品管线丰富的中药创新头部企业	30
4.4 华润三九：聚焦健康消费领域的自我诊疗龙头	32
4.5 康恩贝：以品牌森林策略发展的 OTC 领军企业	34
4.6 太极集团：数字化转型赋能的中药 OTC 龙头	36
4.7 江中药业：践行家中常备药定位的中药消化类龙头	39
4.8 东阿阿胶：阿胶滋补类中药龙头企业	41
4.9 同仁堂：享誉海内外的稀缺品牌老字号	43
4.10 吉林敖东：医药+金融+大健康多轮驱动发展	45
5. 风险提示	48

## 图表目录

图表 1：源自经典名方的中成药 2022 年零售端销售额	6
图表 2：古代经典名方中药复方制剂技术路线	7
图表 3：古代经典名方新药与中药创新药的比较	7
图表 4：古代经典名方与已上市中成药对比	8
图表 5：部分经典名方临床研究文献报道	8
图表 6：部分经典名方列入专家共识或指南数量	8
图表 7：桃红四物汤现代临床应用优势病种案例	9
图表 8：2022 年度中国非处方药中成药品牌分布领域	10
图表 9：2022 年全国线上诊疗常见疾病领域	10
图表 10：可用于自我诊疗的经典名方数量	10
图表 11：2010 年~2020 年日本汉方制剂生产规模	11
图表 12：2020 年津村药业医疗用汉方制剂市占率	11
图表 13：津村株式会社在中国的业务流程	11
图表 14：津村药业提高生产效率措施	12
图表 15：津村药业支持汉方医学教育的路径	12
图表 16：日本津村药业产品循证医学进展	13
图表 17：津村药业汉方制剂 2020 年销售结构	13
图表 18：2012-2022 年中国人口年龄组成	13
图表 19：2012-2022 中国 65 岁以上老年人口情况	13
图表 20：2016 年至今中医药重要政策汇总	14

图表 21:	2021 年中国公立医院出院疾病领域分布 .....	14
图表 22:	中医药服务特色优势领域 .....	14
图表 23:	2017-2021 年中国中医诊疗人次变化 (不含村卫生室) .....	15
图表 24:	2021 年中国各医疗机构中医诊疗人次分布 (不含村卫生室) .....	15
图表 25:	《“十四五”中医药发展规划》部分中医发展建设指标 .....	15
图表 26:	基层医疗机构中医诊疗渗透率预测 .....	15
图表 27:	各地方统筹医保支持中医门诊或日间诊疗政策汇总 .....	16
图表 28:	试点省市医保支持中医药案例 .....	16
图表 29:	古代经典名方发展历程 .....	17
图表 30:	古代经典名方新药未来消费场景预测 .....	18
图表 31:	黄芪桂枝五物汤纳入中西医结合诊疗指南描述 .....	18
图表 32:	珍宝岛注射用血塞通与舒血宁注射液不同规格单日费用 .....	19
图表 33:	2020 年日本医药工业细分领域市场格局 .....	20
图表 34:	2017-2035E 医药工业主营业务收入情况 .....	20
图表 35:	截至 2023H1 上市公司披露经典名方研制数量 .....	20
图表 36:	部分上市企业经典名方布局 .....	20
图表 37:	老年非酒精性脂肪性肝病慢病管理指南中成药推荐 .....	21
图表 38:	中成药行业准入限制条件汇总 .....	22
图表 39:	古代经典名方制剂上市后综合评价策略 .....	22
图表 40:	龙头企业开展中成药循证研究 .....	22
图表 41:	经典名方制剂专利保护代表性案例 .....	23
图表 42:	部分古代经典名方适应症数量 .....	23
图表 43:	中药上市公司中药材基地建设情况 .....	23
图表 44:	头部企业数字化与智能化建设案例 .....	24
图表 45:	龙头企业销售渠道建设布局 .....	24
图表 46:	2022 年度中国非处方药 (中成药) 品牌上榜数量 .....	25
图表 47:	企业中医诊疗服务布局 .....	25
图表 48:	康缘药业发展历程 .....	26
图表 49:	2017-2023H1 康缘药业营收与归母净利润 .....	26
图表 50:	2016-2023H1 康缘药业产品线营收占比 .....	26
图表 51:	桂枝茯苓制剂专利授权情况 .....	27
图表 52:	康缘药业财务数据和估值 .....	27
图表 53:	以岭药业发展历程 .....	28
图表 54:	2017-2023H1 以岭药业营收与归母净利润 .....	28
图表 55:	2016-2023H1 以岭药业产品线营收占比 .....	28
图表 56:	2016-2022 年莲花清瘟公立医疗端中成药呼吸用药市占率 .....	29
图表 57:	以岭药业财务数据和估值 .....	29
图表 58:	以岭药业可比公司估值对比 .....	29
图表 59:	天士力发展历程 .....	30
图表 60:	2017-2023H1 天士力营收与归母净利润 .....	30
图表 61:	2017-2023H1 天士力产品线营收占比 .....	30
图表 62:	天士力主要在研产品管线 .....	31
图表 63:	天士力财务数据和估值 .....	31
图表 64:	天士力可比公司估值对比 .....	32
图表 65:	华润三九发展历程 .....	32
图表 66:	2017-2023H1 华润三九营收与归母净利润 .....	33
图表 67:	2017-2023H1 华润三九产品线营收占比 .....	33
图表 68:	2016-2023H1 华润三九研发费用 .....	33
图表 69:	华润三九财务数据和估值 .....	34
图表 70:	康恩贝发展历程 .....	34
图表 71:	2017-2023H1 康恩贝营收与归母净利润 .....	35
图表 72:	2017-2023H1 康恩贝产品线营收占比 .....	35
图表 73:	2017-2023H1 康恩贝研发费用情况 .....	35
图表 74:	康恩贝财务数据和估值 .....	36

图表 75:	康恩贝可比公司估值对比 .....	36
图表 76:	太极集团发展历程 .....	37
图表 77:	2017-2023H1 太极集团营收与归母净利润 .....	37
图表 78:	2016-2023H1 太极集团毛利率与净利率变化 .....	37
图表 79:	2022 年中国城市实体药店【藿香正气】竞争格局 .....	38
图表 80:	2016-2022 年中国城市药店【藿香正气】销售规模与太极集团市占率 .....	38
图表 81:	太极集团财务数据和估值 .....	38
图表 82:	太极集团可比公司估值对比 .....	38
图表 83:	江中药业发展历程 .....	39
图表 84:	2017-2023H1 江中药业营收与归母净利润 .....	39
图表 85:	2017-2023H1 江中药业业务管线营收占比 .....	39
图表 86:	2017-2023H1 江中药业研发费用 .....	40
图表 87:	江中药业财务数据和估值 .....	40
图表 88:	江中药业可比公司估值对比 .....	40
图表 89:	东阿阿胶发展历程 .....	41
图表 90:	2017-2023H1 东阿阿胶营收与归母净利润 .....	41
图表 91:	2016-2023H1 东阿阿胶毛利率与净利率情况 .....	41
图表 92:	2022 年中国城市实体药店【阿胶】竞争格局 .....	42
图表 93:	2016-2022 年中国城市药店【阿胶】销售规模与东阿阿胶市占率 .....	42
图表 94:	东阿阿胶财务数据和估值 .....	42
图表 95:	东阿阿胶可比公司估值对比 .....	43
图表 96:	同仁堂发展历程 .....	43
图表 97:	2017-2023H1 同仁堂营收与归母净利润 .....	44
图表 98:	2017-2023H1 同仁堂业务管线营收占比 .....	44
图表 99:	2022 年中国城市实体药店【安宫牛黄丸】竞争格局 .....	44
图表 100:	2016-2022 年中国城市药店【安宫牛黄丸】销售规模与北京同仁堂市占率 .....	44
图表 101:	同仁堂财务数据和估值 .....	45
图表 102:	同仁堂可比公司估值对比 .....	45
图表 103:	吉林敖东发展历程 .....	46
图表 104:	2017-2023H1 吉林敖东营收与归母净利润 .....	46
图表 105:	2017-2023H1 吉林敖东产品线营收占比 .....	46
图表 106:	2018-2022 吉林敖东销售团队建设 .....	47
图表 107:	吉林敖东财务数据和估值 .....	47
图表 108:	吉林敖东可比公司估值对比 .....	47

## 1. 古代经典名方：源自于中医古籍的方剂

古代经典名方是至今仍广泛应用、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。古代经典名方中药复方制剂是指来源于古代经典名方的中药复方制剂，是中药饮片按固定处方配伍经水提、分离、浓缩、干燥、制粒等生产加工制成的制剂，作为处方药供中医临床使用。现国内部分上市中成药源自经典名方，其疗效与安全性均受到认可；米内网数据显示，2022 年有 6 个源于经典名方的中成药零售端销售额超过 5 亿元。

图表1：源自经典名方的中成药 2022 年零售端销售额

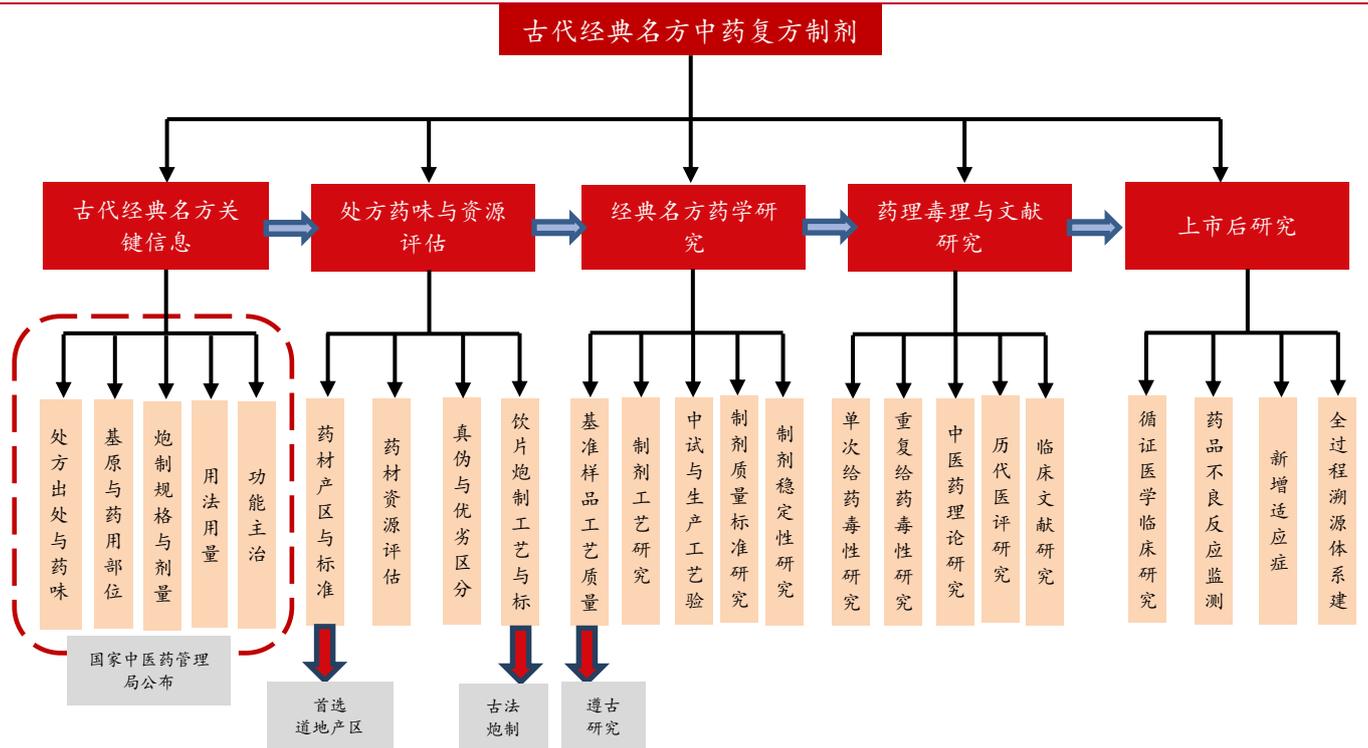
序号	上市品种	经典名方名称	出处	2022 年零售端销售额 (亿元)
1	安宫牛黄丸	安宫牛黄丸	清代《温病条辨》	40+
2	连花清瘟胶囊	麻杏石甘汤与银翘散加味方	东汉《金匱要略》与清代《温病条辨》	26+
3	藿香正气口服液	藿香正气散	宋代《太平惠民和剂局方》	24+
4	小柴胡颗粒	小柴胡汤	东汉《伤寒论》	11+
5	复方阿胶浆	两仪膏	明代《景岳全书》	7+
6	抗病毒口服液	白虎汤加味	东汉《伤寒论》	7+

资料来源：米内网，国联证券研究所

### 1.1 古代经典名方免临床上市

国家中医药管理局遴选出安全性良好、疗效确切、未上市的经典名方并公布目录，随后出台对应关键信息（处方、用法用量与功能主治等），企业以此进行研制申报。按目录管理的古代经典名方中药复方制剂以中药 3.1 类管理，免注册类临床研究上市，现采取以专家意见为主的审批模式，由国医大师、院士、全国名中医为主的专家审评委员会进行技术审评，并出具是否同意上市的技术审评意见。

图表2：古代经典名方中药复方制剂技术路线



资料来源：《中药注册专门管理规定》，《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）》，《中药新药复方制剂中医理论申报资料撰写指导原则（试行）》，国联证券研究所

➤ 古代经典名方与中药创新药对比

相比中药创新药，按目录管理的古代经典名方中药复方制剂可豁免临床试验，研制周期缩短，参考经典名方目录公布到苓桂术甘汤获批上市仅需 4 年；同时其疗效确切，经过历代医家演变后的功效与禁忌明确，在临床终端接受度高，我们认为古代经典名方或将成为中药企业快速获取新品以丰富管线的重要路径。

图表3：古代经典名方新药与中药创新药的比较

	按目录管理的古代经典名方	中药创新药
处方来源	古籍中记载经方，由国家中医药管理局公布名单	医疗机构制剂、临床经验方、民间验方
处方专利	处方不设专利保护，允许多家企业申报	处方设专利保护，独家品种
研制要求	申报上市， <b>可豁免药效学、临床试验研究</b>	需要开展 I~III 期临床研究；有人用经验且符合条件的处方，可豁免非临床有效性研究、I~II 期临床试验等
研究费用	<1000 万	>2000 万
研制周期	3~4 年	>4 年
临床接受情况	求学中学习经方，临床中医师接受度极高；目前临床中仍旧广泛使用，学术推广成本低	根据处方情况，临床接受度不等；
药品类型	处方药；安全性高，上市再研究后可转为 OTC	处方药，具体视处方特点而定
终端市场	预测上市 3 年以院内市场为主，上市 3~4 年后符合条件处方有望转向院外市场	预计以医疗机构终端为主

资料来源：康缘药业公告，古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定，中药注册分类及申报资料要求，处方药转为非处方药评价指导原则（试行），《中药注册管理专门规定》，国联证券研究所

➤ 古代经典名方与上市中成药对比

古代经典名方的制备方法、剂型（汤剂可制得颗粒剂）、给药途径、功能主治应当与古代医籍记载基本一致。以已上市的桂枝茯苓丸与桂枝茯苓胶囊为例，桂枝茯苓丸的处方、制法与剂型、给药途径与功能主治与古籍记载基本一致，而桂枝茯苓胶囊基于原方开发出新制法并新增现代病症。来源于古代经典名方的已上市中成

药在原有处方工艺、用法用量与功能主治上进行重大调整，按《中药注册分类及申报资料要求》2020版规定，则需开展临床试验研究。

图表4：古代经典名方与已上市中成药对比

品名	来源	处方与制法
桂枝茯苓丸 (经典名方)	金匱要略	【处方】桂枝、茯苓、牡丹皮(去心)、桃仁(去皮尖,熬)、芍药各等份。 【制法】上五味,末之,炼蜜和丸如兔屎大,每日食一丸,不知加至三丸。
桂枝茯苓丸 (上市中成药)	中国药典	【处方】桂枝 100g 茯苓 100g 牡丹皮 100g 赤芍 100g 桃仁 100g 【制法】以上五味,粉碎成细粉,过筛,混匀。每100g粉末加炼蜜90~110g制成大蜜丸,即得 【功能主治】活血,化瘀,消癥。用于妇人宿有癥块,或血瘀经闭,行经腹痛,产后恶露不尽。 【用法与用量】口服。一次1丸,一日1~2次。
桂枝茯苓胶囊 (上市中成药)	中国药典	【处方】桂枝 240g 茯苓 240g 牡丹皮 240g 桃仁 240g 白芍 240g 【制法】以上五味,取茯苓192g,粉碎成细粉;牡丹皮用水蒸气蒸馏,收集蒸馏液,分取挥发性成分,备用;药渣与桂枝、白芍、桃仁及剩余的茯苓用90%乙醇提取二次,合并提取液,回收乙醇至无醇味,减压浓缩至适量;药渣再加水煎煮二次,滤过,合并滤液,减压浓缩至适量,上述二种浓缩液,与茯苓细粉混匀,干燥,粉碎,加入适量的糊精,制颗粒,干燥,加入牡丹皮挥发性成分,混匀,装入胶囊,制成1000粒,即得。 【功能主治】活血,化瘀,消癥。用于妇人瘀血阻络所致癥块、经闭、痛经、产后恶露不尽;子宫肌瘤,慢性盆腔包块,痛经,子宫内膜异位症,卵巢囊肿见上述证候者;可用于女性乳腺囊性增生属瘀血阻络证,症见乳房疼痛、乳房肿块、胸胁胀闷;或用前列腺增生属瘀阻膀胱证,症见小便不爽、尿细如线、或点滴而下、小腹疼痛者。 【用法与用量】口服。一次3粒,一日3次。前列腺增生疗程8周,其余适应症疗程12周,或遵医嘱。

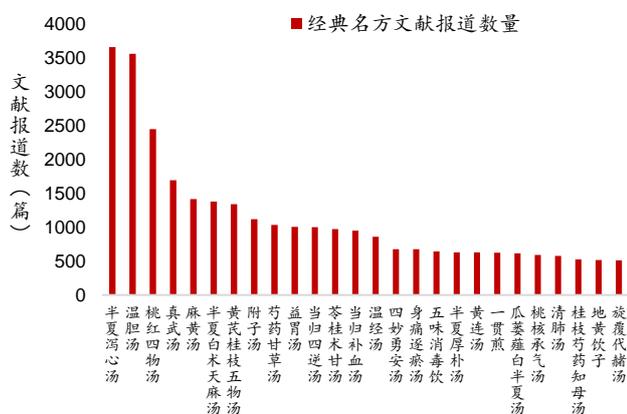
资料来源:张仲景《金匱要略》,《中国药典》2020版,国联证券研究所

## 1.2 经典名方应用前景辽阔

### ➤ 经典名方在医院端广泛使用

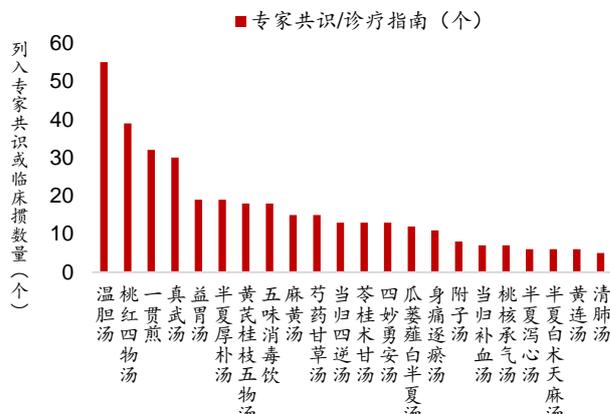
古代经典名方在现代临床中使用广泛,以经典名方为基础方并根据患者证候变化加减药味使用。根据CNKI数据,首批古代经典名方目录中有24首临床研究文献超过500篇,同时各专家共识或临床诊疗指南中亦推荐古代经典名方使用,临床终端用药证据充足。我们认为古代经典名方在中医临床应用基础良好,转化成新药上市后有望快速增长。

图表5：部分经典名方临床研究文献报道



资料来源:中国知网(CNKI),国联证券研究所

图表6：部分经典名方列入专家共识或指南数量



资料来源:药智数据,国联证券研究所

历经各代医家的使用衍变,古代经典名方拓宽原有中医证候,到现代临床中亦新增多个治疗病种。以桃红四物汤为例,其出自清·柴得华《妇科冰鉴》,有养血、活血、逐瘀之效;主治血虚血瘀证,症见妇女月经不调,血多有块,色紫质粘,腹

痛腹胀等。桃红四物汤在中医临床中从血虚血瘀证扩展到气滞血瘀证、瘀血阻络证等，应用到肺炎喘嗽等 17 个中医优势病种中，我们认为古代经典名方获批并新增适应症后，有望打造成医院端大品种。

**图表7：桃红四物汤现代临床应用优势病种案例**

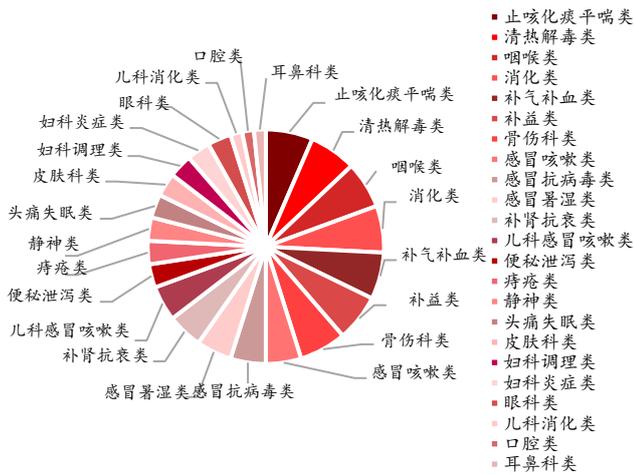
中医优势病种（现代病症）	中医证候	治法	推荐方药
肺炎喘嗽(支原体肺炎)	急性期-兼证-瘀血阻络证	活血化瘀通络	桃红四物汤加减
水肿病(小儿原发性肾病综合征)	标证-瘀血阻滞证	活血化瘀	桃红四物汤加减
痿病(进行性肌营养不良)	痰瘀阻络，筋脉失养证	化痰祛瘀，养筋通络	温胆汤合桃红四物汤加减
血精(精囊炎)	瘀血阻络证	活血止血，祛瘀止痛	桃红四物汤合失笑散加减
慢性光化性皮炎	气滞血瘀证	疏肝理气、活血化瘀	梳道逍遥散合桃红四物汤加减
血灌瞳神(玻璃体积血)	痰浊瘀阻证	化痰散结，活血祛瘀	桃红四物汤合涤痰汤
酒厥 (酒精中毒所致精神障碍和行为障碍)	早期-瘀热互结证	活血化瘀、清热安神	桃红四物汤、甘露消毒丹加减
糖尿病周围血管病	阴阳两虚血瘀证	滋阴补阳，活血通脉	金匱肾气丸合桃红四物汤加减
血栓性静脉炎	脉络筋挛热瘀证	清热利湿、活血通脉	四妙丸合桃红四物汤加减
化疗后血小板减少症	瘀血阻络证	活血通络，化瘀止血	桃红四物汤加减
原发性血小板增多症	肝肾阴虚夹瘀证	滋养肝肾，化瘀消癥	知柏地黄丸合桃红四物汤加减
肝瘟(慢性肝衰竭)	阴虚瘀毒证	滋补肝肾，化瘀解毒	六味地黄丸合桃红四物汤加减
黄疸(淤胆型肝炎)	寒湿瘀滞证	温中化湿，活血理气	茵陈术附汤合桃红四物汤加减
水肿病(成人微小病变肾病)	标实-瘀血内阻证	活血化瘀	桃红四物汤加减
头痛(颈源性头痛)	气滞血瘀证	行气活血，通络止痛	桃红四物汤加减
臀肌挛缩症	气滞血瘀证	行气活血，通络止痛	桃红四物汤加减
足底病(跖骨痛)	气滞血瘀证	行气活血，通络止痛	桃红四物汤加减

资料来源：中华中医药学会，国联证券研究所

### ➤ 规范指导下经典名方适用于自我诊疗

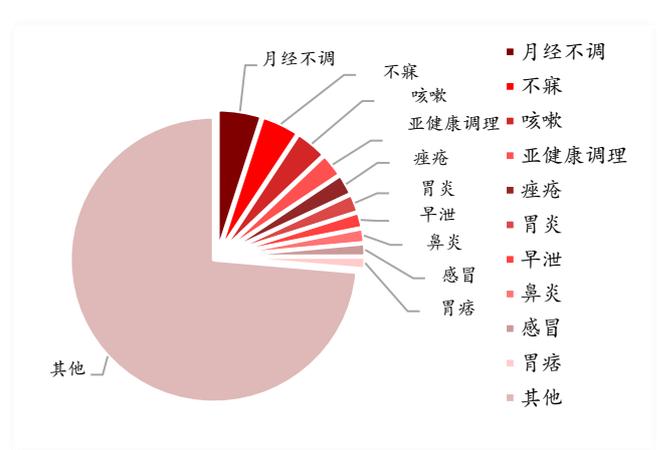
根据中国非处方药物协会 2022 年品牌统计数据，非处方药中成药品牌分布 24 个疾病领域，而中成药品牌集中在止咳化痰平喘、清热解毒、咽喉类、消化、补气补血、补益与骨伤科等品类；同时 2022 年互联网中医诊疗排名前五病种依次为月经不调、不寐（失眠）、咳嗽、亚健康调理、痤疮等，其对医疗机构的检验检测依赖性低，患者可通过线上问诊满足诊疗需求。目前自我诊疗领域集中在呼吸感冒止咳品类、补益类与骨伤科品类等，未来随着互联网诊疗/线上问诊快速发展，月经不调与不寐等检测依赖性低的中医优势病种有望成为自我诊疗的增量疾病领域。

图表8：2022 年度中国非处方药中成药品牌分布领域



资料来源：中国非处方药物协会，国联证券研究所

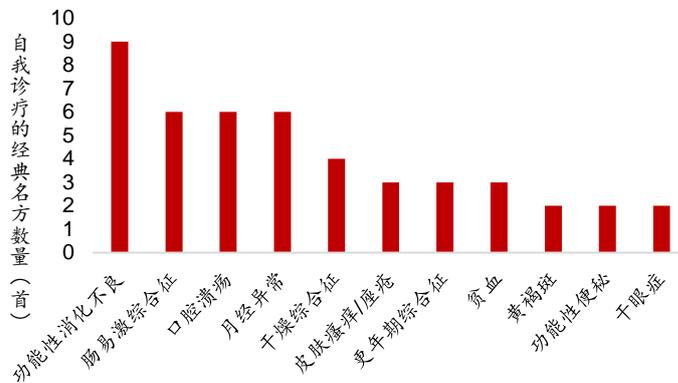
图表9：2022 年全国线上诊疗常见疾病领域



资料来源：《互联网+中医医疗数据报告 2022》，国联证券研究所

经现代医家临床实践研究，已公布的首批古代经典名方适用于自我诊疗领域，据我们对中国知网不完全统计，可用治功能性消化不良、肠易激综合征、口腔溃疡、妇女月经异常、干燥综合征、皮肤瘙痒/痤疮、更年期综合征、贫血、黄褐斑、功能性便秘与干眼症的经典名方分别有 2-9 首。我们认为古代经典名方开展上市后临床研究，丰富处方说明书中有效性与安全性信息，患者群体可按说明书使用经典名方，其应用场景有望从中医临床端扩大至自我诊疗端。

图表10：可用于自我诊疗的经典名方数量



资料来源：中国知网，国联证券研究所

### 1.3 对标日本发展经典名方

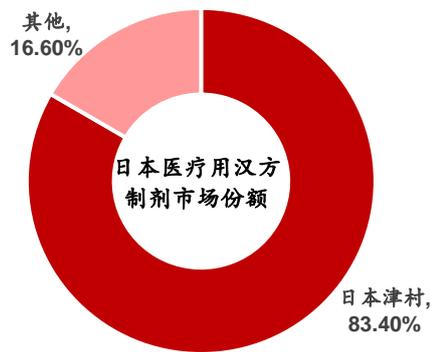
古代经典名方源于古籍且允许多家企业研制生产，与日本汉方制剂模式相似，我们认为经典名方发展模式可借鉴津村企业汉方制剂的战略布局。日本汉方制剂市场 2020 年高达 2136 亿日元，2010-2020 年 CAGR 为 5%，其中津村株式会在医疗用汉方制剂 2020 年本国市占率高达 83.4%，是汉方制剂龙头企业。

图表11：2010年~2020年日本汉方制剂生产规模



资料来源：日本《药事工业生产动态统计年鉴》，国联证券研究所

图表12：2020年津村药业医疗用汉方制剂市占率

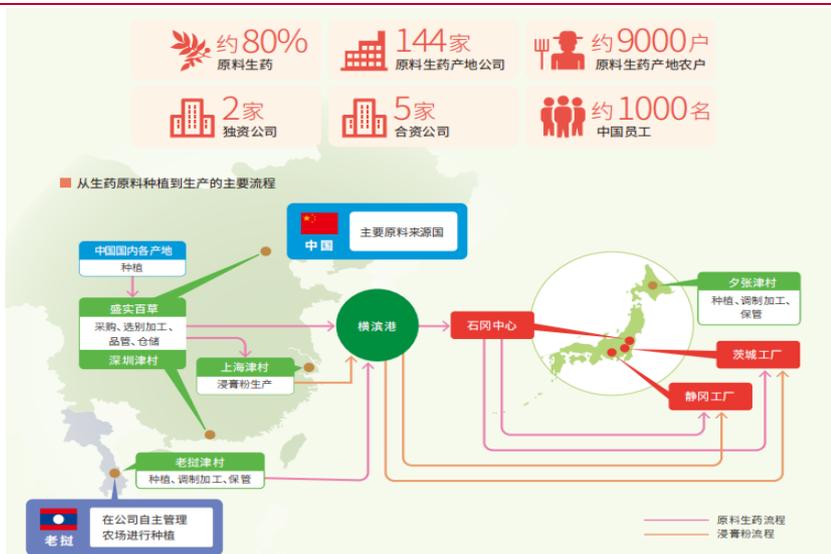


资料来源：津村企业报告书 2021，国联证券研究所

### 投资上游业务保证供应

津村株式会社生产汉方制剂用的中药材以进口中国为主，高达 80%以上。津村在 40 年前开始进入中国，经过多年发展已设立 2 家独资公司，并与中国企业设立 5 家合资公司，同时与 144 家生药产地公司、约 9000 户生药种植和采集农户密切合作。公司在投资上游确保原料生药稳定供应，亦对生药从种植基地、农户选定，再到加工等各环节进行控制，保证上游中药材的质量。

图表13：津村株式会社在中国的业务流程



资料来源：津村药业官网，株式会社津村《津村与中国关系》，国联证券研究所

### 使用数字化新技术提效控费

津村药业利用 AI、机器人化及 RPA 等新技术，提高种植、生药加工、生产、营业活动及定型业务各环节效率，进而提高生产率、省人化和省力化来实现降低成本、持续稳定供应，同时持续开展供应链管理（SCM）改革，实现从需求预测到准备原料计划的优化提升，配置最佳库存提高生产效率。

图表14：津村药业提高生产效率措施

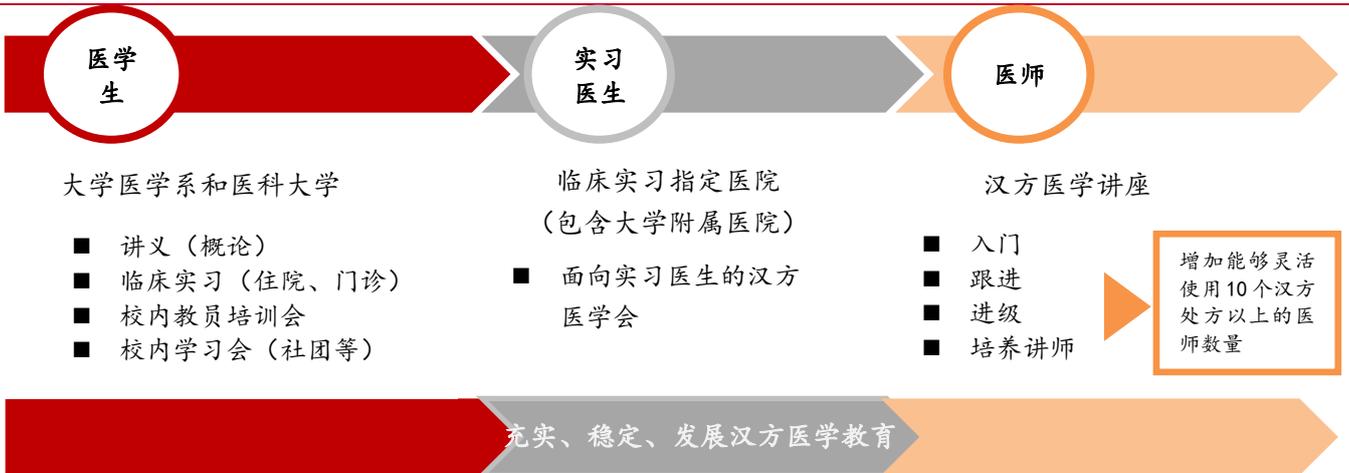


资料来源：津村企业报告书 2021，国联证券研究所

➤ 普及汉方医学提高渗透率

津村药业支持贯穿毕业前、刚毕业、毕业后的汉方医学教育，包括对大学医学系与医科大学的医学生进行课外汉方医学教育、面向实习医生的汉方学习会，针对医师的各种汉方讲座和推广活动。同时公司建立可 24 小时可随时学习汉方的“津村医学网站”，为医疗工作者提供新型信息，建立汉方学习环境。

图表15：津村药业支持汉方医学教育的途径



资料来源：津村企业报告书 2021，国联证券研究所

➤ 开展循证医学丰富用药证据

津村药业聚焦在老年群体、女性群体和癌症领域，重点在育药处方、Growing 处方等 10 个汉方制剂进行深入研究，不断充实循证医学研究，完善说明书内容，收集临床循证数据、安全性信息等数据，扩大用药范围（适应症），精准用药人群，为处方推广提供依据。在通过持续循证医学研究，10 个汉方制剂在 129 个医疗用汉方制剂处方的 2020 年销售占比高达 47.8%。

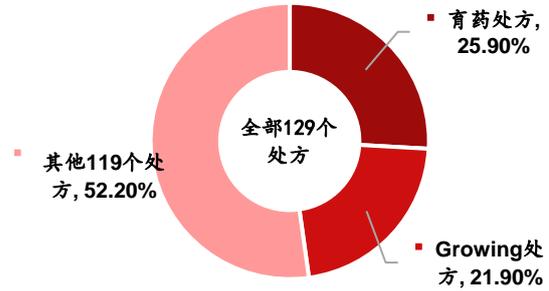
图表16: 日本津村药业产品循证医学进展

品名/製品No.	メタ解析	RCT	作用機序	副作用発現 頻度調査	薬物動態 ADME	薬理経済学的 データ	診療ガイドライン掲載
大建中湯 TJ-100	3	31	○	○	○	○	小児慢性機能性便秘症診療、 全身性強皮症診療
抑肝散 TJ-54	4	14	○	○	○	○	認知症疾患治療、かかりつけ医のための BPSDに対応する向精神薬使用(第2版)
六君子湯 TJ-43	1	21	○	実施中	○	-	機能性消化管疾患診療、心身症診断・治療、 胃食道逆流症診療、全身性強皮症診療
牛車腎気丸 TJ-107	2	14	○	-	○	-	前立腺肥大症診療、過活動膀胱診療、 神経障害性疼痛薬物療法
半夏瀉心湯 TJ-14	1	7	○	-	-	-	-
補中益気湯 TJ-41	-	12	○	-	-	-	女性下部尿路症状診療
芍薬甘草湯 TJ-68	-	11	○	○	○	-	筋萎縮性側索硬化症診療
麦門冬湯 TJ-29	-	5	-	-	-	-	咳嗽、EBMに基づいた喘息治療
加味逍遙散 TJ-24	-	4	-	-	-	-	産婦人科診療、心身症診断・治療
五苓散 TJ-17	-	7	-	-	-	○	慢性頭痛の診療

※○印：関係する論文等が存在する 2019年8月現在

资料来源: 日本津村株式会社官网, 国联证券研究所

图表17: 津村药业汉方制剂 2020 年销售结构

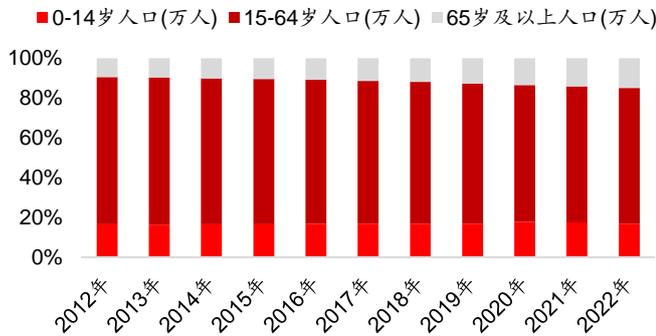


资料来源: 津村企业报告书 2021, 国联证券研究所

## 2. 中医药迎来红利发展期

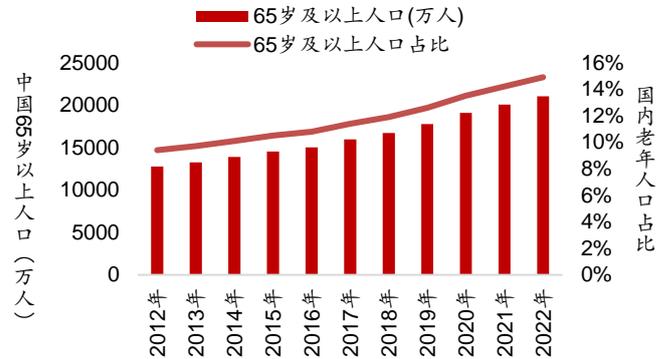
老龄化社会来临, 疾病防治需求提升。国家统计局数据显示, 2022 年底中国 65 岁以上老年人口达到 2.1 亿人次, 老年人口占全国人口的比例亦提升到 14.2%, 标志着我国跨入中度老龄化社会, 医疗保健需求逐步升级, 逐渐由治疗需求向预防需求转化, 中医药产业进入红利窗口期。

图表18: 2012-2022 年中国人口年龄组成



资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表19: 2012-2022 中国 65 岁以上老年人口情况



资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

### 2.1 政策推动产业高质量发展

#### ➤ 政策明确中医药发展定位

顶层战略持续利好, 并指引中医药发展方向。2016 年至今, 中医药政策不断出台, 坚持继承和创新并重, 推进中医药现代化, 助力产业升级, 在审评审批端、医保支付端上给予更多的利好, 并明确中医药的发展定位: 在治未病中作主导作用、在重大疾病治疗起协同作用、在疾病康复中发挥核心作用。

图表20：2016年至今中医药重要政策汇总

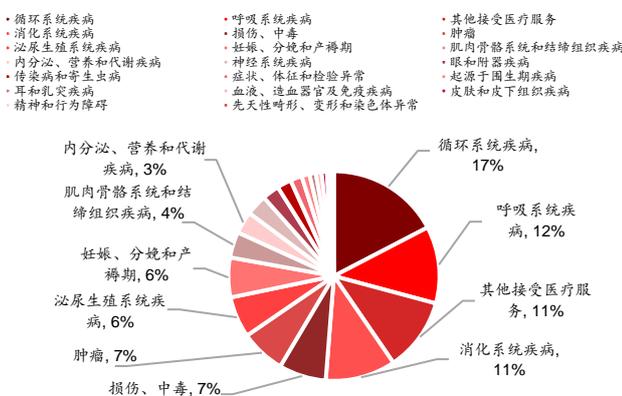
时间	机构	政策	重要内容
2016/2/26	国务院	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030）》	到2030年，中医药治理体系与现代化水平显著提升，在治未病中作主导作用、在重大疾病治疗起协同作用、在疾病康复中发挥核心作用
2016/12/27	国务院	《十三五“卫生与健康规划”》	推动中医药传承创新发展，加强中医药传承创新，推进中西医协调发展
2018/5/29	国家药监局	《古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定》	符合条件的经典名方制剂申请上市，免报药效学研究及临床试验资料
2019/10/26	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	加快中医药循证医学中心建设，筛选50个中医治疗优势病种和100项适宜技术、100个疗效独特的中药品种等
2020/12/21	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	促进中药守正创新，强化中药质量安全监管，推进中药监管体系和监管能力现代化
2021/3/13	国务院	《第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	推动中医药传承创新，坚持中西医并重与互补，发展中医药事业
2021/9/23	国务院	《十四五全民医疗保障规划》	将符合条件的中药按规定纳入医保支付范围
2021/12/30	国家医保局	《医保支持中医药传承创新发展》	符合条件中医医疗机构纳入医保定点、适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围
2022/3/29	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效
2022/3/30	国家中医药管理局	《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》	到2025年，基层中医药实现五个“全覆盖”
2022/10/29	国家中医药管理局	《“十四五”中医药人才发展规划》	建立满足中医药传承创新发展的中医药人才队伍等
2023/2/10	国家药监局	《中药注册专门管理规定》	明确中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方新药与同名同方药的注册要求，并规定中成药说明书内容等。
2023/2/28	国务院	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	到2025年，优质高效中医药服务体系加快建设，包括中医药防病治病水平，中西医结合服务能力，中医药科技创新能力，高素质中医药人才队伍，中药质量等方面显著提升。

资料来源：工业和信息化部，国务院，全国人大常委会，国家药品监督管理局，国家医保局，国家中医药管理局，国联证券研究所

饮食、生活习惯等多种因素促使疾病谱正在发生变化，循环系统疾病（心血管等）、呼吸系统疾病、消化系统疾病、肿瘤、泌尿生殖系统等疾病处于高发状态。

《“十四五”中医药发展规划》提出持续提升中医药健康服务能力，明确中医药在预防、治疗与康复中的特色优势领域，其多对应现代高发疾病，我们认为未来更多中医优势病种临床路径与诊疗方案公布后，中医需求或将扩大，行业有望加速发展。

图表21：2021年中国公立医院出院疾病领域分布



资料来源：中国卫生健康统计年鉴2022年，国联证券研究所

图表22：中医药服务特色优势领域



资料来源：《“十四五”中医药发展规划》，国联证券研究所

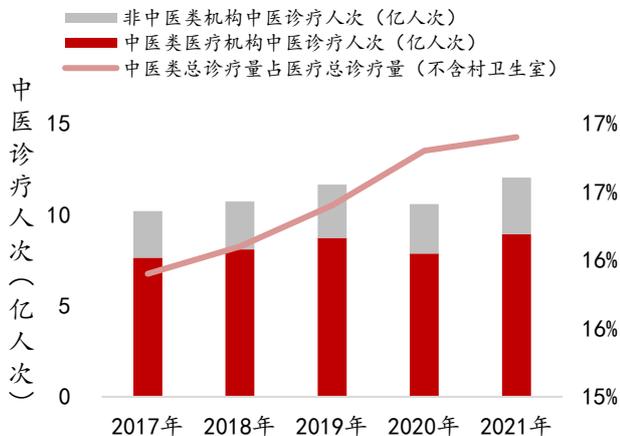
➤ 医院端：持续建设中医药，提升诊疗率

临床终端中医诊疗人次逐年增加，从2017年10.19亿人次增加到2021年12.02亿人次，国内中医类诊疗率从2017年15.9%提升到16.9%，中医药诊疗率逐年提升。

《中国卫生健康统计年鉴2022版》数据，2021年中国中医诊疗服务的前三机构依

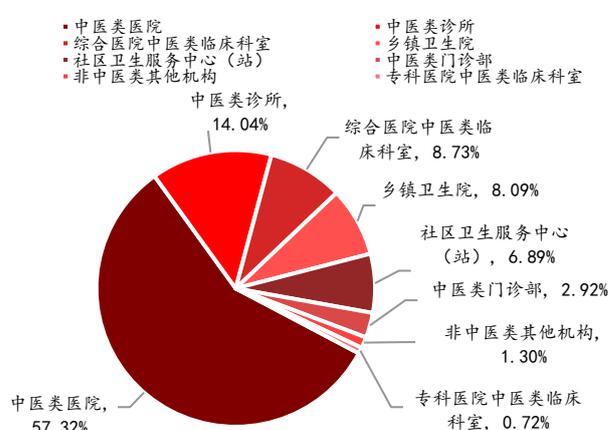
次为：中医类医院、中医类诊所、综合医院中医临床科，其占比达 80%。随着中医院与中医诊所、综合医院中医科增加，中医服务供给提升，有望扩大中医覆盖人群。

图表23：2017-2021 年中国中医诊疗人次变化（不含村卫生室）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴 2022 版，国联证券研究所

图表24：2021 年中国各医疗机构中医诊疗人次分布（不含村卫生室）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴 2022 版，国联证券研究所

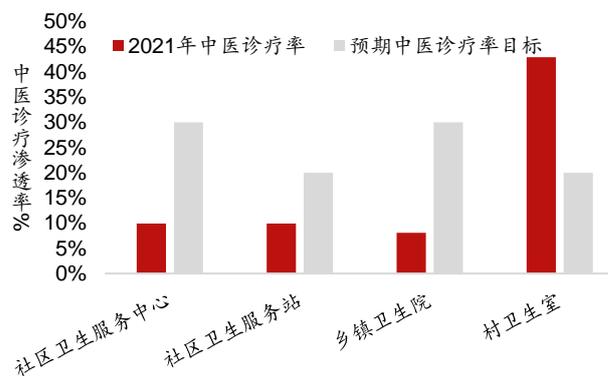
中医药建设持续，有望覆盖更多人群。国务院发布《“十四五”中医药发展规划》要求推进中医建设以增加中医服务供给，包括建设中医机构、培养中医师、二级以上公立综合医院设立中医科等。国家卫健委发布基层医疗机构中医馆建设标准，明确社区卫生服务中心与乡镇卫生院的中医诊疗率不低于 30%，社区卫生服务站与村卫生室的中医诊疗率不低于 20%。2021 年社区卫生服务中心(站)与乡镇卫生院中医诊疗率不足 10%；米内网数据显示，2021 年社区卫生服务中心与乡镇卫生院成药规模约 668 亿，假设中医诊疗率提升至 30%，其中成药规模有望达到 2004 亿。

图表25：《“十四五”中医药发展规划》部分中医发展建设指标

主要指标	2020 年	2025 年	性质
中医医疗机构数(万个)	7.23	9.5	预期性
中医医院数(个)	5482	6300	预期性
每千人口公立中医医院床位数(张)	0.68	0.85	预期性
每千人口中医类别执业(助理)医师数(人)	0.48	0.62	预期性
每千人口中医类别全科医生(人)	0.66	0.79	预期性
县办中医医疗机构(医院、门诊部、诊所)覆盖率(%)	85.86	100	预期性
公立综合医院中医床位数(万张)	6.75	8.43	预期性
二级以上公立综合医院设置中医临床科室比例(%)	86.75	90	预期性
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
二级妇幼保健院设置中医临床科室的比例	43.75	70	预期性
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

资料来源：《“十四五”中医药发展规划》，国联证券研究所

图表26：基层医疗机构中医诊疗渗透率预测



资料来源：中国卫生健康统计年鉴 2022 版，国联证券研究所

### 支付端：医保持续向中医药倾斜

国务院 2021 年发布《建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制》，其中指出门诊费用纳入职工医保统筹基金支付范围，且普通门诊统筹覆盖职工医保全体参保人员，支付比例从 50%起步；国家医保局 2021 年 12 月发布《医保支持中医药传

承创新发展》，将符合条件中医医药机构纳入医保定点、适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围。现全国 13 个省份支持中医药纳入医保统筹支付范围中，有 4 个省市公布优势病种名单，医保将持续向中医药倾斜。

**图表27：各地方统筹医保支持中医门诊或日间诊疗政策汇总**

时间	机构	政策	主要内容
2020/6/1	黑龙江省	《关于促进中医药传承创新发展的实施意见》	加大对中医药的倾斜和支持力度，将符合规定的中药及中医诊疗技术项目纳入各级医院门诊统筹支付范围
2020/11/23	江苏省	《医疗保障支持促进中医药发展的若干措施》	对中医医疗康复等需要长期住院治疗且日均费用较稳定的疾病按床日付费；对疗效显著且日均费用稳定的慢性病病种探索开展中医日间诊疗医保支付，符合规定的诊疗费用参照门诊慢性病或住院政策支付。
2021/9/9	云南省	《关于加快中医药特色发展若干措施的通知》	将符合条件的中药饮片（含中药配方颗粒）、中药医疗机构制剂纳入云南省基本医疗保险支付范围，并同步纳入云南省门诊特殊病、慢性病支付范围。
2021/9/30	广东省	《广东省医疗保障局关于开展医保支付改革促进中医药传承创新发展的指导意见》	统一制定适宜在基层医疗机构开展的中医基层病种，医保统筹基金对不同等级医疗机构开展中医基层病种均实行同标准支付。
2022/4/6	甘肃省	《关于医保支持中医药传承创新发展的实施意见》	将中医临床路径清晰、诊疗规范明确、诊疗技术成熟、医疗质量安全可保障、适合门诊诊疗的中医优势病种纳入中医日间诊疗，将符合规定的医疗费用参照住院政策支付和结算。
2022/6/20	河北省	《关于医保支持中医药传承创新发展的若干措施》	将纳入国家医保目录的中成药和中药饮片纳入医保支付范围；医保目录内中药饮片纳入门诊统筹保障范围
2022/6/28	山东省	《山东省国家中医药综合改革示范区建设医保支持政策专项行动方案》	对治疗周期长、风险可控、需持续治疗的中医病种，纳入日间中医医疗服务管理，符合规定的中医诊疗费用参照门诊慢特病或住院政策支付结算。
2022/7/15	山西省	《关于将中医适宜技术门诊治疗纳入医保支付范围的通知》	目前疗效确切、体现中医特点的 5 大类 71 项中医适宜技术在二级及以上中医医院和其它二级以上医院以中医为主要服务项目的科室进行的 20 种疾病门诊治疗费用纳入医保统筹基金支付范围。
2022/8/2	江西省	《关于医保支持中医药传承创新发展的实施意见》	将符合规定的中药及中医诊疗服务项目纳入门诊统筹支付范围，参保群众在中医医疗机构门诊接受中药治疗，按规定享受纳入门诊统筹待遇。
2022/10/14	湖南省	《关于进一步加强医疗保障支持中医药传承创新发展的若干政策措施》	构建在线中医药复诊、在线支付、线下调配煎药、配送的中医服务生态圈；在基层医疗卫生机构通过“互联网+”开展中医药复诊和药品费用可纳入城乡居民基本医疗保险门诊统筹
2022/10/21	福建省	《关于医保支持中医药传承创新发展的若干措施》	探索将适合门诊诊疗的中医优势病种纳入中医日间诊疗；符合规定的医疗费用参照住院政策支付。
2022/11/25	四川省	《关于医保支持中医药传承创新发展》	建立健全基本医疗保险门诊共济保障机制，将符合医疗保障政策规定的门诊医疗费用（包括中医诊疗项目、中药饮片、民族药品和中药制剂等）纳入统筹基金支付范围
2022/12/20	贵州省	《关于医保支持中医药传承创新发展》	按照国家统一制定的日间病房的病种目录，开展日间中医医疗服务；符合规定的医疗费用参照住院政策支付和结算。

资料来源：各省政府办公厅，各省医保局，国联证券研究所

国家鼓励中医优势病种日间诊疗化与按疗效价值付费，并纳入门诊报销范围内。多个省市开始试点，将中医优势病种分别纳入日间诊疗管理与按疗效价值付费，以山东省的青岛市、莱西市与胶州市为例，试点中医院纳入打包付费支付方式改革的 19 个病种已达 21410 例，为患者节约费用 3366 万元；柳州市 2022 年 5 月至 8 月开展疗效价值付费 338 例，节省医保基金支出约 100 万元，减少医疗资源消耗近 200 万元，同时开展中医优势病种付费 3997 例，医保付费向中医倾斜近 300 万元。

**图表28：试点省市医保支持中医药案例**

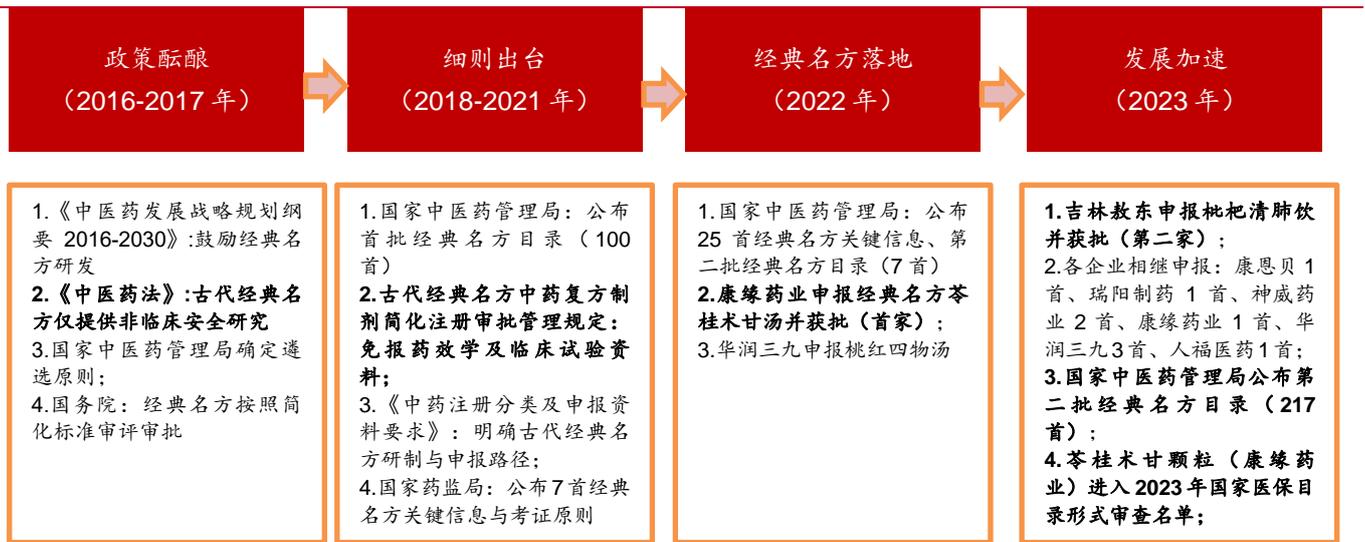
试点内容	试点案例
中医优势病种“日间诊疗”	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 青岛市将口综合征、面瘫、带状疱疹等 16 个门诊中医药优势病种纳入统筹支付范围并按病种支付；以面瘫为例，原本医院门诊治疗不纳入报销，部分病人按照住院治疗平均费用达 8000 元，实行该政策后，治疗总费用固定为 3400 元，其中个人负担职工为 1020 元、居民为 1360 元。</li> <li>● 扩增莱西市中医医院、胶州市中医医院作为试点单位，试点病种达到 19 个；试点后，纳入打包付费支付方式改革的 19 个病种已达 21410 例，为患者节约费用 3366 万元。</li> </ul>
中医优势病种“按疗效价值付费”	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2022 年 5 月至 8 月，柳州市开展疗效价值付费 338 例，节省医保基金支出约 100 万元，减少医疗资源消耗近 200 万元，其中减轻群众就医负担约 40 万元；开展中医优势病种付费 3997 例，通过医保支付改革，医保付费向中医倾斜近 300 万元</li> </ul>

资料来源：青岛市人民政府，柳州市医保局，国联证券研究所

## 2.2 国家鼓励研制经典名方

自 2016 年起国务院发布文件鼓励经典名方研发，国家药监局与国家中医药管理局出台相关配套细则，推动经典名方落地。《古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定》中提出，符合条件经典名方制剂申请上市，免报药效学研究及临床试验资料；经国家中医药管理局组织遴选后，现有 324 首经典名方可豁免临床上市。截至 2023 年 9 月，康缘药业与吉林敖东分别获批苓桂术甘汤、枇杷清肺饮，同时苓桂术甘颗粒通过 2023 年国家医保目录形式审查，有望进入新版国家医保目录中。

图表29：古代经典名方发展历程

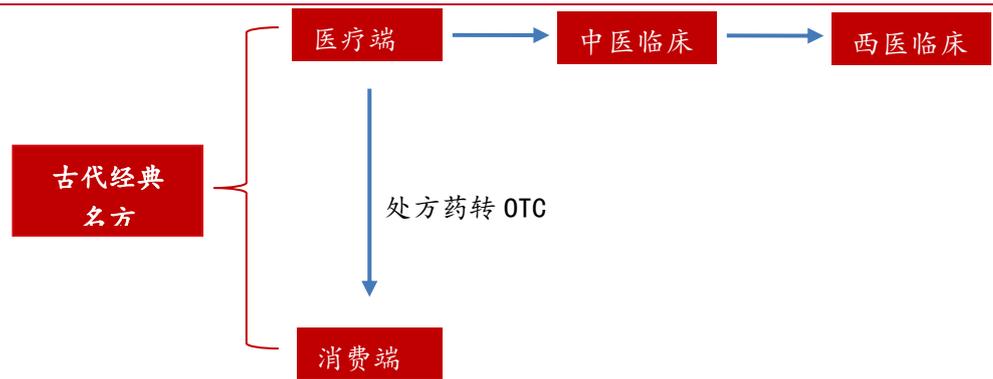


资料来源：国务院，国家中医药管理局，国家药监局，国家药监局药审中心，国联证券研究所

### ➤ 产品使用终端有望扩大

古代经典名方制剂说明书的功能主以中医术语为主，其作为处方药供中医临床使用，即使用范围只在具有中医服务资质的医疗机构中，包括综合医院中医临床科、中医院、可提供中医服务的基层医疗机构等。《中药注册管理专门规定》提出古代经典名方免临床上市，但需开展上市后临床研究，不断充实完善临床有效性、安全性证据，我们认为在补充上市后临床研究并修订说明书后，经典名方使用场景有望从中医临床端扩大到西医临床端，同时部分品类或将从处方药转为非处方药。

图表30：古代经典名方新药未来消费场景预测



2.3 类中药改良型新药（新增适应症/人群）

资料来源：古代经典名方中药复方制剂说明书撰写指导原则（试行），处方药转换为非处方药评价指导原则（试行），中药注册分类及申报资料要求，国联证券研究所

中国中西医结合学会发布多个中西医结合诊疗指南，可指导各级医疗机构中医、西医及中西医结合专业等临床医生诊断与治疗，而部分古代经典名方被纳入该类指南，有望达到疗效最大化、不良反应最小化，或将在临床端快速推广。以黄芪桂枝五物汤为例，其被纳入《化疗所致周围神经病理性疼痛中西医结合诊疗指南》、《乳腺癌中西医结合诊疗指南》、《幼年特发性关节炎中西医结合诊疗指南》等，通过临床研究在西医常规治疗基础上，黄芪桂枝五物汤可达到减毒增效的作用。

图表31：黄芪桂枝五物汤纳入中西医结合诊疗指南描述

病种	指南名称	临床问题	推荐方案	证据描述
化疗所致周围神经病理性疼痛	化疗所致周围神经病理性疼痛中西医结合诊疗指南	预防化疗所致周围神经病理性疼痛的中西医结合措施	<b>黄芪桂枝五物汤（经方）（证据级别 A，推荐程度：强）</b> 联合神经营养剂：甲钴胺片（A级证据，推荐程度：强）	一项系统评价及 Meta 分析纳入 11 个研究，共计 761 例患者，对化疗+黄芪桂枝五物汤组和单纯化疗组进行 Meta 分析，结果显示，RR=0.55，95% CI：（0.48，0.62），P<0.00001，说明 <b>黄芪桂枝五物汤治疗组的周围神经毒性总发生率明显低于对照组</b> 。
乳腺癌	乳腺癌中西医结合诊疗指南	乳腺癌化疗或靶向治疗导致的手足皮肤不良反应，合并与不合并中医干预哪种更具有优势？	<b>乳腺癌化疗或靶向治疗导致的手足皮肤不良反应，可以用黄芪桂枝五物汤加减小洗；以皲裂为主加黄精、白芨；以渗出液增多为主可以加黄柏、黄连；疼痛甚加五灵脂、蜂房、老鹳草（C类证据，推荐程度：强）</b>	有符合临床问题纳排标准的 9 项 RCTs 评估 <b>黄芪桂枝五物汤加减小洗治疗抗肿瘤药物所致手足不良反应的疗效</b> ，共涉及 692 例患者，试验组用黄芪桂枝五物汤加减小洗或联合西医常规治疗及护理，对照组采用西医常规治疗及护理，主要结局指标为治疗总有效率，经 Meta 分析，结果显示在常规护理基础上应用 <b>黄芪桂枝五物汤加减小洗治疗抗肿瘤药物所致手足不良反应在治疗总有效率方面具有明显优势 [RR=1.72，95%CI（1.53，1.94），I2=82%，P&lt;0.00001]（n=692）</b> 。
幼年特发性关节炎	幼年特发性关节炎中西医结合诊疗指南	如何选用方剂治疗 JIA（关节型）？	寒湿痹阻证-乌头汤加减小（D级证据，推荐程度：弱）； <b>②黄芪桂枝五物汤加减小（D级证据，推荐程度：弱）</b> 。骨节冷痛明显者推荐乌头汤，肢体疼痛伴麻木不仁者推荐 <b>黄芪桂枝五物汤</b> 。	1 项纳入 100 例类风湿关节炎患者的随机对照试验研究中，对照组 50 例予口服来氟米特片，治疗组 50 例在对照组的基础上加服 <b>黄芪桂枝五物汤加减小</b> 。分析结果显示， <b>治疗组总有效率显著高于对照组 [RR1.26，95%CI（1.07，1.49），P=0.006]</b> ；且 <b>关节疼痛指数、关节肿胀指数、关节压痛指数、关节功能障碍指数、晨僵时间、血沉、C 反应蛋白、免疫球蛋白 G、免疫球蛋白 A 水平均较对照组显著降低</b>

资料来源：中国中西医结合学会，国联证券研究所

➤ 鼓励提升产品力以获得议价能力

古代经典名方处方公开，可允许多家药企研制生产。国家药监局发布《中药品种保护条例（修订草案征求意见稿）》，其中提出首家增加功能主治且在市场独占保护期内的品种，其他同品种可以继续上市，但不得增加该功能主治；同时医疗机构

优先采购并在临床中优先使用获得中药品种保护证书的中成药，并支持中药保护品种合理的优质优价。

以珍宝岛药业的注射用血塞通（冻干）为例，公司通过开展工艺精制、质量提升、循证医学研究等二次开发，新增 100mg 规格挂网改价；100mg 规格挂网价为 27.96 元/支，医保支付价格与挂网价一致，单日疗程费用相当于 400mg 的 3.17 倍、200mg 的 2.78 倍；而昆药集团 100mg 注射用血塞通（冻干）挂网价为 16.28 元/支，说明珍宝岛药业的注射用血塞通（冻干）经过产品力提升后，具备较高议价能力。

**图表32：珍宝岛注射用血塞通与舒血宁注射液不同规格单日费用**

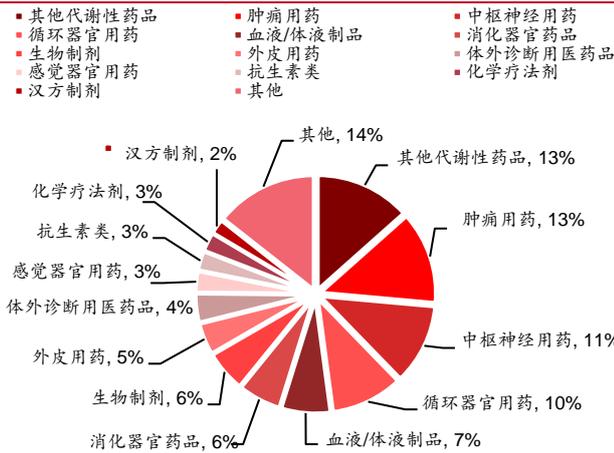
规格	2023 年中标均价（元/支）	每日用量/支	每日费用/元
注射用血塞通/200mg	20.12	1-2	20.12-40.24
注射用血塞通/400mg	35.18	0.5-1	17.59-35.18
注射用血塞通/100mg（新规格）	<b>27.96（拟挂网价与医保支付价）</b>	2-4	55.92-111.84
舒血宁注射液/2ml	4.27	10（静脉滴注）	42.7
舒血宁注射液/5ml	13.4	4（静脉滴注）	53.6
舒血宁注射液/10ml（新规格）	<b>91.64（拟挂网价）</b>	2（静脉滴注）	183.2
舒血宁注射液/10ml（新规格）	<b>57.86（医保支付价）</b>	2（静脉滴注）	115.72

资料来源：珍宝岛药业官网，珍宝岛药业公告，米内网，国联证券研究所

### 2.3 企业紧握“中药传承创新”接力棒

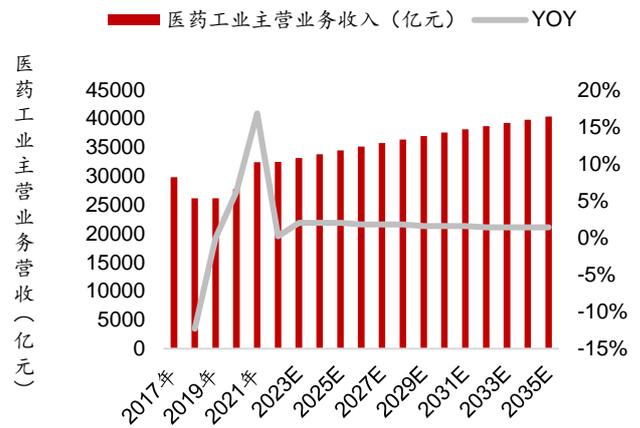
经典名方数量众多，市场前景广阔。国家中医药管理分批公布古代经典名方目录，未来经典名方目录有望再增加，对标 2020 年日本汉方制剂市占率，我们认为经典名方制剂市场或将持续扩容。根据国家统计局数据显示，2022 年医药工业主营业务收入达到 32503.8 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 1.7%；假设 2023-2030 年以 1.6% 复合增长率，我们中性估计 2035 年国内医药工业主营收入将达到 40347 亿元。假设 2035 年经典名方目录中 324 首均获批上市，对标日本汉方制剂市占率约 2%，预期 2035 年国内古代经典名方行业规模有望达到 807 亿元，2023-2035 年 CAGR 为 67.5%

图表33：2020年日本医药工业细分领域市场格局



资料来源：日本《药事工业生产动态统计年鉴》，国联证券研究所

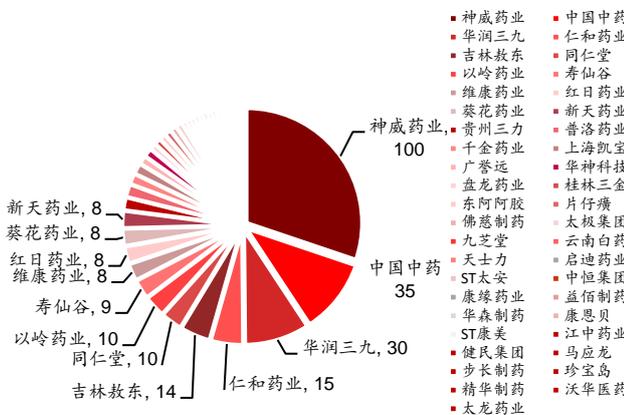
图表34：2017-2035E医药工业主营业务收入情况



资料来源：国家统计局，米内网数据，国联证券研究所预测

**政策利好经典名方发展，药企积极布局中药新赛道。**中国超过43家上市公司积极布局经典名方，丰富产品品类。截至2023年9月，康缘药业与吉林敖东已分别获批苓桂术甘汤、枇杷清肺饮，而康恩贝、华润三九、神威药业、康乐药业相继申报，我们认为各家企业前期布局的经典名方或将进入申报阶段，多首古代经典名方有望在2023-2025年相继获批上市。

图表35：截至2023H1上市公司披露经典名方研制数量



资料来源：国家药品审评中心，各公司公告，中国知网，专利之星检索，国联证券研究所

图表36：部分上市企业经典名方布局

公司名称	布局数量	经典名方信息
神威药业	100	芍药甘草汤、一贯煎等
中国中药	35	苓桂术甘汤、麦门冬汤、一贯煎等
华润三九	30	温经汤、芍药甘草汤、苓桂术甘汤等
仁和药业	15	麻黄汤、桃红四物汤、小承气汤等
吉林敖东	14	枇杷清肺饮（已获批）、一贯煎等
同仁堂	10	苓桂术甘汤、芍药甘草汤等
以岭药业	10	半夏泻心汤等
寿仙谷	9	二冬汤、桃红四物汤、芍药甘草汤等
太极集团	3	开心散、金水六君煎等
康缘药业	2	苓桂术甘汤（已获批）、济川煎等
天士力	2	枇杷清肺饮、温经汤等

资料来源：各公司公告，国联证券研究所

**校企联合开发古代经典名方，推动中药传承创新。**苓桂术甘汤出自东汉张仲景《金匱要略》，有温阳化饮、健脾利湿之效，主治中阳不足之痰饮；康缘药业与上海中医药大学合作开发，将苓桂术甘汤创造性用于非酒精性脂肪性肝病（NAFLD）脾阳虚证治疗，发现其通过肝细胞膜甲状腺激素受体途径提高脂肪酸水溶性和增加脂肪酸β氧化而治疗NAFLD的作用新机制。

项目组进一步研究，开展随机双盲安慰剂对照临床试验，首次提供苓桂术甘汤治疗NAFLD脾阳虚证可改善患者胰岛素抵抗指数（HOMA-IR）、预防2型糖尿病（T2DM）发生的循证证据，并发现苓桂术甘汤用于瘦型脂肪肝（BMI<24）患者是无效的，验证出痰饮论治NAFLD科学性（肥人多痰），在传承中医药中推陈出新。苓

桂术甘汤亦纳入老年非酒精性脂肪性肝病慢病管理指南中，作为 A1 级别用药推荐。

图表37：老年非酒精性脂肪性肝病慢病管理指南中成药推荐

病种	证型	推荐中成药	功能主治	用法用量	推荐等级
非酒精性脂肪性肝病	脾阳虚证	苓桂术甘汤	益气健脾、温阳利水	水煎剂，300ml 早晚分服，12 周为一个疗程	A1（高质量证据，推荐程度：强）
	脾虚证	强肝胶囊	清热利湿、补脾养血、益气解郁	5 粒/次，2 次/d，每服 6d 停 1d，8 周为一个疗程。停 1 周，再进行第 2 疗程	B1（中质量证据，推荐程度：强）
	脾虚挟痰证	五灵胶囊	疏肝健脾活血	5 粒/次，3 次/d，12 周为一个疗程	C2（低质量证据，推荐程度：强）
	湿热证	大黄利胆片	清热利湿，解毒退黄	2 片/次，2~3 次/d，12 周为一个疗程	B2（中质量证据，推荐程度：弱）
		化滞柔肝颗粒	清热利湿，化浊解毒，祛痰柔肝	1 袋/次，3 次/d，服 6d 停 1d，12 周为一个疗程	B1（中质量证据，推荐程度：强）
		苦黄颗粒	清热利湿，疏肝退黄	1 袋/次，3 次/d，12 周为一个疗程	B2（中质量证据，推荐程度：弱）
	湿热挟痰证	壳脂胶囊	消化湿浊，活血散结，补益肝肾	5 粒/次，3 次/d，12 周为一个疗程	B1（中质量证据，推荐程度：强）
	阳虚挟痰证	血滞通胶囊	通阳散结，行气导滞	2 粒/次，3 次/d，12 周为一个疗程	B2（中质量证据，推荐程度：弱）
	血瘀证	安络化纤丸	健脾养肝，凉血活血，软坚散结	6 克/次，2 次/d，12 周为一个疗程	B1（中质量证据，推荐程度：强）
	肝功能异常未分型	健肝乐颗粒	养血护肝，解毒止痛	6 克/次，2 次/d，12 周为一个疗程	C2（低质量证据，推荐程度：弱）
湿热毒邪内蕴、瘀血阻络证	克癥胶囊	清热解毒，化痰散结	口服，4 粒/次，病重者适加至 6 粒，3 次/d。1 个月为 1 疗程，一般用药 3 个疗程	B2（中质量证据，推荐程度：弱）	

资料来源：《老年非酒精性脂肪性肝病慢病管理指南》，国联证券研究所

### 3. 严监管下强者恒强

政策利好下，亦提高生产企业准入条件，分别从药品再注册、医保目录调入、基药目录准入、处方药转 OTC 等途径上推动中成药进行有效性与安全性研究，同时对中药全过程提出高要求，需求建立从药材到成品制剂全链条的质量控制措施。虽然允许多家企业生产同一首经典名方，但头部企业多年来在循证证据打造、成本控制、销售渠道等方面积累丰富经验，并且具备品牌议价优势，我们认为未来经典名方市场份额将向头部梯队企业集中。

图表38：中成药行业准入限制条件汇总

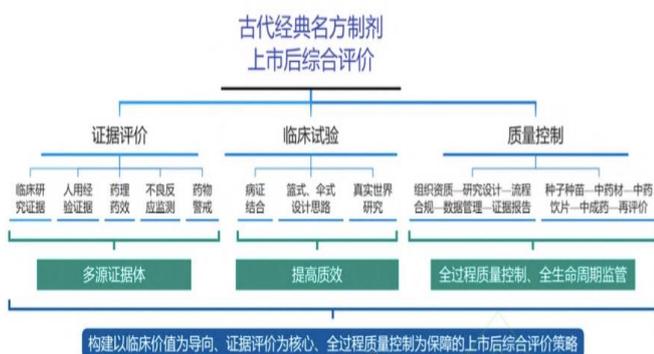
<p><b>药品再注册</b></p> <p>《中药注册管理专门规定》（2023年02月）</p> <p>中药说明书【禁忌】、【不良反应】、【注意事项】中任何一项在申请药品再注册时仍为“尚不明确”的，2026年7月1日后不予再注册。</p>	<p><b>基药准入</b></p> <p>《国家基本药物目录管理办法（修订草案征求意见稿）》（2021年11月）</p> <p>(1) 基本药物遴选和评审需要依据“药品临床综合评价”，即从安全性、有效性、经济性、创新性、适宜性、可及性上对药品进行综合评价。</p> <p>(2) “安全性”、“适宜性”需要提交：说明书修订</p>
<p><b>医保目录调入</b></p> <p>《2022年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案》（2022年6月）</p> <p>要求申报药品摘要中提供说明书中不良反应情况和与竞品优势。</p>	<p><b>处方药转OTC</b></p> <p>《处方药转换非处方药申请资料和要求》（2022年9月）</p> <p>说明书【禁忌】、【不良反应】、【注意事项】中仍为“尚不明确”的，不符合转换OTC的要求。</p>

资料来源：国家药品监督管理局，国家卫计委，国家医保局，国家药监局药品评价中心，国联证券研究所

### 3.1 领军企业疗效评价体系突出

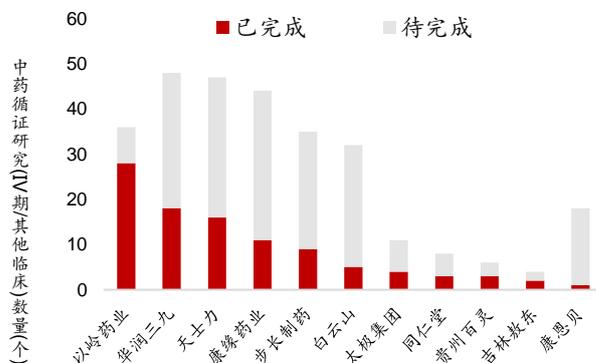
经典名方处方公开，将更注重产品质量与疗效。《中药注册管理专门规定》要求生产企业开展上市后临床研究，不断完善临床疗效与安全性证据；由于中药材质量与执行工艺参数不同，不同企业生产同一首经典名方制剂，其有效性与安全性均有所差异。《中药品种保护条例（修订草案征求意见稿）》支持经典名方申请中药保护品种与合理的优质优价；龙头企业前期开展重点品种循证医学临床研究，积累丰富研究经验，药品质量与疗效评价体系更为健全，产品市场竞争力有望持续提升。

图表39：古代经典名方制剂上市后综合评价策略



资料来源：张华敏《古代经典名方制剂上市后综合评价指标体系初探》，国联证券研究所

图表40：龙头企业开展中成药循证研究



资料来源：米内网，国联证券研究所

新增产品适应症，有望构建市场壁垒。企业以经典名方制剂产品为核心构建专利池，集中在新工艺、新制备方法或新剂型、新用途、新检测方法上；在不改变处方、工艺与剂型等前提下，增加新用途/适应症可用于构建产品壁垒；《中药品种保

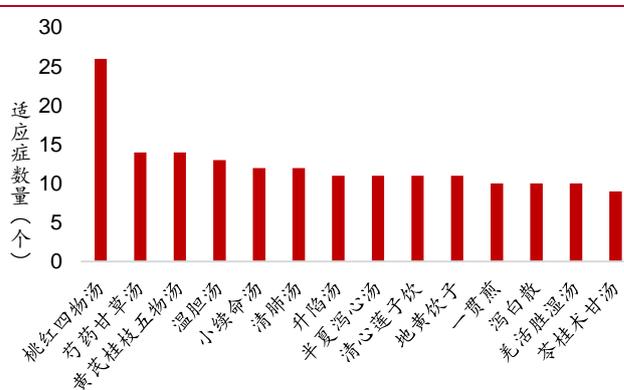
护条例（修订草案征求意见稿）》，其中提到首家增加功能主治且在市场独占保护期内的品种，其他同品种可以继续上市，但不得增加该功能主治。

图表41：经典名方制剂专利保护代表性案例

制剂	申请人	来源方剂	专利主题
桂枝茯苓制剂	康缘药业	桂枝茯苓丸 《金匱要略》	新工艺、新剂型、 <b>新用途</b> 、 新检测方法
小柴胡制剂	日本津村	小柴胡汤 《伤寒论》	新工艺、新剂型、 <b>新用途</b> 、 新有效部位、与复方联用等
PHY906	耶鲁大学	黄芩汤 《伤寒论》	<b>新用途</b> 、新检测方法
六味地黄丸	汇仁药业	地黄圆 《小儿药证直 诀》	新工艺、新剂型、新检测方法
生脉散	天士力	生脉散 《医学启源》	产品类（有效部位与制剂）、 新制备方法

资料来源：赵军宁《古代经典名方中药复方制剂的注册管理及高质量转化要素分析》，国联证券研究所

图表42：部分古代经典名方适应症数量



资料来源：中国知网，中华中医药学会，国联证券研究所

### 3.2 头部企业产业链优势明显

**布局上游种植基地，保证供应与质量。**近年来上游中药材涨价、终端集采降价，中游企业生产压力上行。头部企业前瞻性布局上游药材基地，在抵御部分原药材价格上涨或供给不足的同时，又保证产品供应与质量的稳定。因此，上游供应渠道把控越紧密、规模效应越显著的企业议价能力越强，可更好控制生产成本。

图表43：中药上市公司中药材基地建设情况

企业	种植基地数量（自建/共建）
中国中药	共 226 个基地（面积超 25 万亩，品种 91 个）
红日药业	共有 163 个种植基地
白云山	拥有 80 多个药材基地
以岭药业	在全国建设 50 余个道地中药材基地，超 70 万亩
同仁堂	共有 39 个药源基地，覆盖面积约 123.3 万亩，产品数达 243 个
华润三九	建立/合作建立超过 30 个规范化中药材种植基地
振东制药	建设 30 种道地种植规范基地，主要发展中药材品种 30 个，主要种植的品种有连翘、党参、柴胡、当归等
太极集团	拥有规范化药材种植基地 16 万亩，合作建设产地中药材加工中心 20 个
贵州百灵	种植基地超过 25 万亩，涉及种植品种达 20 余个，包括银杏、黄精、白及、山银花、铁皮石斛、灵芝等
云南白药	布局 10 余个种植基地，重点品种三七市场占有率达到 20%
奇正藏药	野生抚育及人工种植基地 122336 亩，包括独一味野生抚育基地及人工种植基地、合作种植基地等
康恩贝	江西、浙江、云南等地建设种植基地，可提供银杏叶、夏天无、浙贝母、元胡、地锦草等优质药材资源
天士力	陕西商洛建立丹参种植基地，云南文山设有三七种植基地，可实现自给自足
吉林敖东	建有梅花鹿养殖基地、人参种植基地、淫羊藿种植基地、金莲花种植基地等

资料来源：各公司官网，国联证券研究所

**建设中药智能制造体系，提效控费能力强。**头部企业建设智能车间，通过自动化设备解放人力，以创新技术为核心驱动的全网络分布，同时将各业务流程进行数字化转型建设，实现制药全产业链数字化管理并优化流程，实现生产效率提高、运营成本降低、能耗减少。

**图表44：头部企业数字化与智能化建设案例**

企业	智能化、数字化建设
康缘药业	●建设5个智能化车间或仓库，现产能达到硬胶囊剂50亿粒、中药片剂28亿片、颗粒剂700吨等，可实现年产值103亿元人民币。较传统车间，生产线效率提高23.47%，能耗降低21.77%。
天士力	●研发出超高速滴丸机，与行业内传统滴丸机相比，滴制速度快25倍，产能提高4倍； ●依靠智能科技，天士力建成了中药提取、固体制剂、冻干粉针3个智能车间，实现6个中药大品种制造技术升级，年度药材处理量提升390%，万元产值能耗降低51%。
以岭药业	●生产配备全自动控制系统，劳动效率提高50%，提取浓缩中工艺参数控制更稳定、质量大幅提升； ●以创新技术为核心驱动的全网络分布式云协同中药制造新模式，打造中药溯源、生产管理等系统，实现制药全产业链数字化管理。2020年实现总生产效率提升20%，制造成本下降15%。
华润三九	●雅安三九建设开展中药生产工厂的智能化改造建设项目，与项目建设前相比，实现车间数控化率90%以上、设备联网率90%以上，提高生产效率24.5%、提高人效41%、降低万元产值能耗37.28% ●2023年上半年持续升级绿色制造，桐君阁药厂和南充制药厂通过设备升级，全年可节约用电分别为3.6万度、4万度。涪陵制药厂“蒸汽供热+压差发电二联供”和太极医药城分布式直流工业蒸汽机组项可实现节能12%以上。
太极集团	●2023年上半年持续升级绿色制造，桐君阁药厂和南充制药厂通过设备升级，全年可节约用电分别为3.6万度、4万度。涪陵制药厂“蒸汽供热+压差发电二联供”和太极医药城分布式直流工业蒸汽机组项可实现节能12%以上。
中国中药	●天江药业通过智能化改造与建设，将中药配方颗粒的生产效率提高32.44%，运营成本降低26.27%； ●通过优化生产工艺过程，提高设备利用率，能耗较改造前减低26.82%。
康恩贝	完成智能化车间项目，产品整体生产效率能提升10%以上，检验效率提高2倍以上，流程排布编程效率提升85%以上，订单交付周期降低6%，成本降低约5%。
东阿阿胶	●构建“小总部、大业务”的服务体系，通过组织体系调整、成立“数字化转型加速器”、组建“内容俱乐部”等方式，加快企业数据治理体系建设。2020年前11个月，运营成本下降30%，效率和效益提高50%。 ●建设胶类中药数字工厂，生产效率提高60%，同等产量的情况下，能源节约50%，人员节约40%； ●江中药谷全面应用中药吊篮式循环提取MVR浓缩集成技术，打造全国智能制造中药提取生产制造线，提高中药提取生产线生产效率，实现能耗下降约60%； ●公司研究并构建多元化与智能化能源管理平台，通过该应用，江中药谷设备故障率下降17%，劳动生产率提高22%，万元产值能耗同比下降18.26%。
江中药业	●公司研究并构建多元化与智能化能源管理平台，通过该应用，江中药谷设备故障率下降17%，劳动生产率提高22%，万元产值能耗同比下降18.26%。

资料来源：各公司公告与官网，迦南科技官网，数字化企业网，国联证券研究所

**企业销售渠道广阔，营销网络持续深化。**头部企业凭借多年核心产品的口碑积累，与各家医院建立长期稳定的合作关系，销售渠道稳固；同时持续打造知名品牌，与全国经销商和连锁终端进行广泛深入合作，促进零售端业绩增长。

**图表45：龙头企业销售渠道建设布局**

企业	渠道网络
云南白药	●营销网络覆盖全国32个省、2,800多个县、40,000多个乡镇。 ●OTC渠道端，覆盖64,000家单体优质药店以及400,000家诊疗机构和药店； ●院线端：与超过3万家等级医院、超过5万家医疗机构建立合作关系
华润三九	●CHC业务，依托于三九商道客户体系，与全国优质经销商和连锁终端广泛深入合作，覆盖全国超过40万家药店，并深入挖掘线上增长潜力及营销模式。 ●处方药业务已覆盖全国数千家等级医院，数万家基层医疗机构，并积极探索互联网医疗市场
以岭药业	●设有城市医院部、城市社区部、基层城乡部、零售部、商销部等职能板块；产品在全国10万余家医疗终端，30万余家药店终端形成规模销售。
太极集团	●业务覆盖川渝100多个市、区、县，2万多个直接配送终端，拥有立足川渝、辐射全国重点城市的强大市场网络
江中药业	●拥有一批高素质的营销团队，千人规模的非处方药销售队伍，覆盖20万家终端药店，与3000家商业紧密合作，渗透50余万家药房及20万家基层医疗终端。

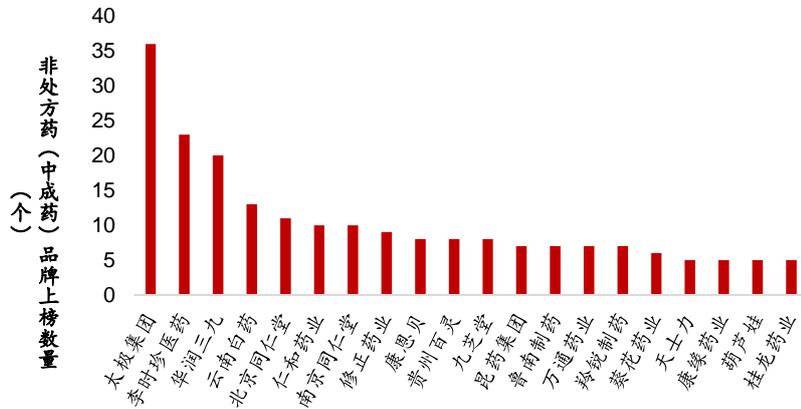
资料来源：各公司公告，国联证券研究所

### 3.3 龙头企业品牌知名度高

**头部企业品牌影响力广，终端知名度高。**中国非处方药协会公布2022年度中国非处方药产品中成药综合统计排名，在23个细分疾病领域中共有310个中成药上榜，其中品牌数量前五分别为太极集团、李时珍医药、华润三九、云南白药、北京同仁堂。以华润三九为例，公司2023上半年通过影视剧、综艺栏目进行广面品牌曝

光，并围绕抖音等多平台进行整合营销，扩大品牌声量，进一步提升 999 感冒灵、养胃舒等核心产品曝光度，我们认为古代经典名方获批并转成 OTC 产品后，龙头企业有望以过往品牌积累快速提升市占率。

图46：2022 年度中国非处方药（中成药）品牌上榜数量



资料来源：中国非处方药物协会，国联证券研究所

**发展中医诊疗业务，持续提升品牌知名度。**企业凭借延伸发展中医药产业链，布局中医诊疗业务，包括线下中医馆、线上中医互联网服务平台等，在提供增量业务收入的同时，亦有利于企业组建营销体系，打造良好公司形象，提升品牌影响力。

图47：企业中医诊疗服务布局

公司名称	中医馆/中医诊所业务布局
同仁堂	● 拥有零售药店 955 家，其中 608 家设有中医医疗诊所
以岭药业	● 河北以岭医院（三级甲等中医院）与公司开展新药临床合作，作为临床基地之一，拥有一百多种院内制剂，形成向新药转化的有力储备品种支撑；以岭络病健康医疗管理有限公司、以岭互联网医院（河北）有限公司等 6 家公司受同一最终方控制。
太极集团	● 桐君阁大药房拥有 100 名老中医坐堂，1000 名执业药师和专业药师掌店，提供专业的用药指导和服务； ● 太极大药房拥有近 350 余家直营药店、40 家名医馆、100 余名老中医，提供优质专业化药事服务
九芝堂	● 依托天津老中医医院取得互联网医院医疗机构执业许可证，提供线上线下融合的一站式医疗健康服务。
健民集团	● 成立健民中医门诊部（武汉）有限公司（汉阳馆），布局中医诊疗服务领域，第二家中医馆汉口馆于 2023 年 3 月开业
红日药业	● 特设线下全国实体连锁中医馆“上医仁家中医馆”，线上中医互联网服务平台“上医仁家”以及“红日上医（中医生集团）”；“上医仁家”线下直营医疗机构已覆盖北京、天津、河北、山东等 20 个省市，提供诊前防未病、诊中治疗、诊后康复与药品配送等服务
广誉远	● 已设立 220 家广誉远国药堂；未来五年全面实施精品中药“百家千店”工程，组建营销体系，打造品牌形象，在全国逐步开设 1000 家广誉远国药堂和 100 家中医馆。

资料来源：各公司公告，国联证券研究所

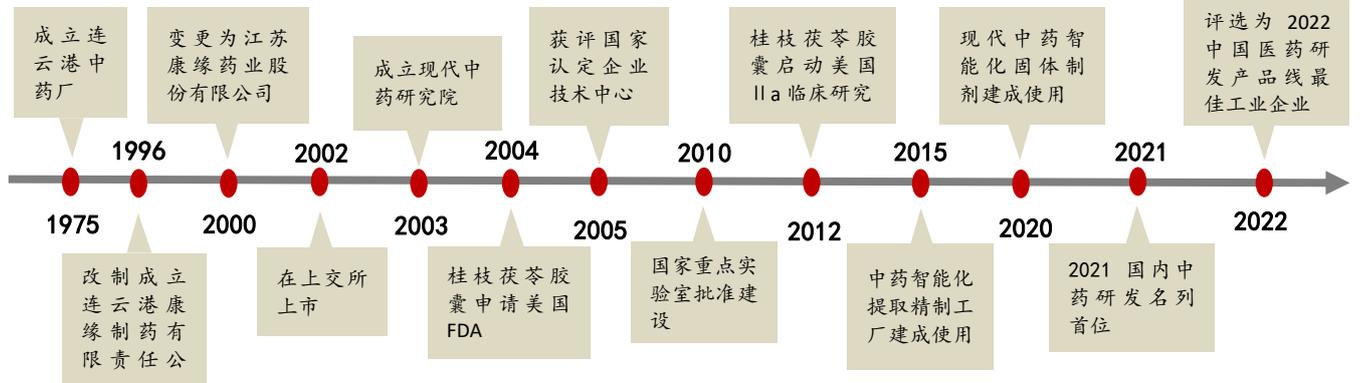
## 4. 重点关注公司

### 4.1 康缘药业：深耕智能制造的中药创新领军企业

康缘药业以中药制造厂出身，在不断加大研发投入下，建立包括科研工作站、中药研究院、国家重点实验室在内的创新药物研发体系，打造桂枝茯苓胶囊、热毒宁注射液等 46 款独家中药品种。公司坚持创新驱动，打造现代中药数字化提取精制工厂，以中医药发展为主体，并积极布局化学药、生物药等领域；产品聚焦病毒感

染性疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域，获批 50 个中药新药，在国内中药企业中处于领先地位。

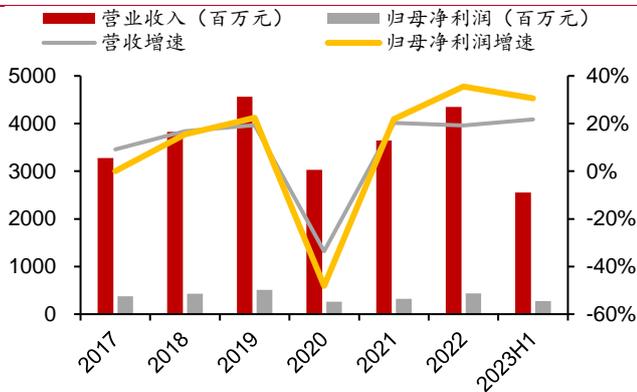
图表48：康缘药业发展历程



资料来源：康缘药业官网，国联证券研究所

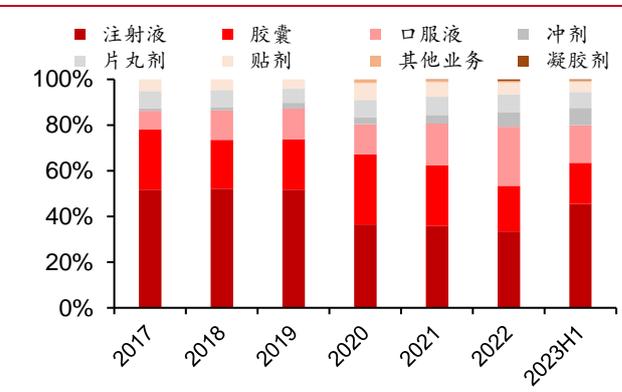
2020 年医院处方量下降、医保谈判降价、医保限制基层使用中药注射剂，公司注射剂品类等处方药销售额减少，整体业绩有较大降幅。公司在调整销售重心向非注射液品类转移，同时在基药政策红利与终端需求持续上升等利好下，金振口服液等品类持续放量，公司 2022 年营收与归母净利润分别同比增长 19.25%、35.54%。受益于政策鼓励中医药，中药行业或将保持高景气发展，公司有望持续增长。

图表49：2017-2023H1 康缘药业营收与归母净利润



资料来源：康缘药业公告，国联证券研究所

图表50：2016-2023H1 康缘药业产品线营收占比



资料来源：康缘药业公告，国联证券研究所

康缘药业是国内中药创新领军企业，始终重视产品的创新研发，2018-2022 年研发费用 CAGR 达 15.3%；公司在桂枝茯苓方基础上研制出桂枝茯苓系列产品（丸剂、胶囊、片剂），以持续创新研究构建产品专利壁垒。在长期研发投入储备下，我们认为公司首家企业获批苓桂术甘汤，并持续申报经典名方（济川煎），基于公司前期桂枝茯苓系列大品种打造经验，有望成为古代经典名方的领军企业。

**图表51：桂枝茯苓制剂专利授权情况**

序号	授权日期	授权公告号	专利名称	专利内容
1	2006/10/18	CN1280627C	一种中药制剂的质量控制方法	质量控制方法
2	2007/1/24	CN1296069C	桂枝茯苓组合物及其制备工艺	新制备工艺
3	2008/4/30	CN100384445C	一种治疗妇科血瘀症疾病的药物的制备方法	制备方法
4	2009/11/18	CN100560094C	桂枝茯苓组合物的制备工艺及其用途	制备工艺与用途（治疗前列腺增生和乳腺增生）
5	2016/2/24	CN102735785B	一种中药组合物的气相色谱指纹图谱检测方法	检测方法
6	2018/9/14	CN105974030B	一种桂枝茯苓胶囊中三萜类成分指纹图谱的建立方法	检测方法
7	2021/3/26	CN111122728B	一种桂枝茯苓胶囊的检测方法	检测方法
8	2022/7/29	CN110870889B	一种中药组合物及其制备方法和应用	制备方法与用途（原发性痛经、继发性痛经、功能障碍性子宫出血、慢性盆腔炎或小的壁内子宫肌瘤）

资料来源：专利之星检索，国联证券研究所

**盈利预测、估值与评级：**我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 53.10/64.26/77.21 亿元，对应增速分别为 22%/21%/20%；2023-2025 年归母净利润分别为 5.73/7.18/9.11 亿元，对应增速分别为 32%/25%/27%；EPS 分别为 0.98/1.23/1.56 元/股，3 年 CAGR 为 28%。

**图表52：康缘药业财务数据和估值**

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3649	4351	5310	6426	7721
增长率	20.34%	19.25%	22.04%	21.02%	20.15%
EBITDA (百万元)	528	630	1093	1268	1488
归母净利润(百万元)	321	434	573	718	910
增长率(%)	21.92%	35.54%	31.82%	25.38%	26.77%
EPS (元/股)	0.55	0.74	0.98	1.23	1.56
市盈率 (P/E)	29.6	21.8	16.5	13.2	10.4
市净率 (P/B)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	13.0	15.5	7.6	5.9	4.5

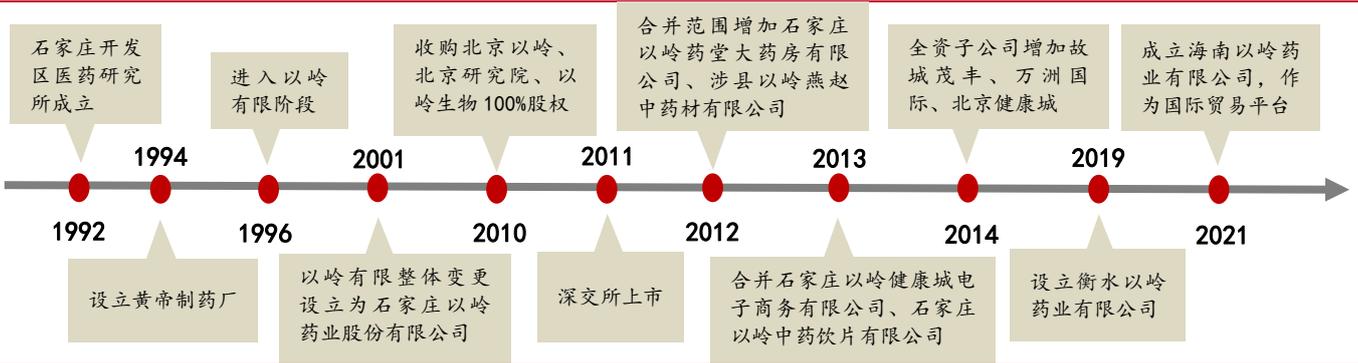
资料来源：康缘药业公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 10 月 20 日收盘价，国联证券研究所

风险提示：监管政策趋严、利润下滑风险、原材料供应及价格波动风险、销售不及预期风险等。

## 4.2 以岭药业：高商业化能力的中药创新龙头企业

以岭药业起源于石家庄开发区医药研究所，在多重组建后于 2001 年变更为石家庄以岭药业股份有限公司，并于 2011 年深交所上市。公司系统构建络病理论体系，创立“理论-临床-科研-产业-教学”五位一体的运营模式，围绕呼吸、心脑血管病、内分泌、肿瘤、神经、泌尿发病率高、市场用药量大的六大类疾病，开发出系列专利中药，现有专利中药品种 13 个，其中 10 个国家医保目录品种，5 个列入国家基本药物目录内。

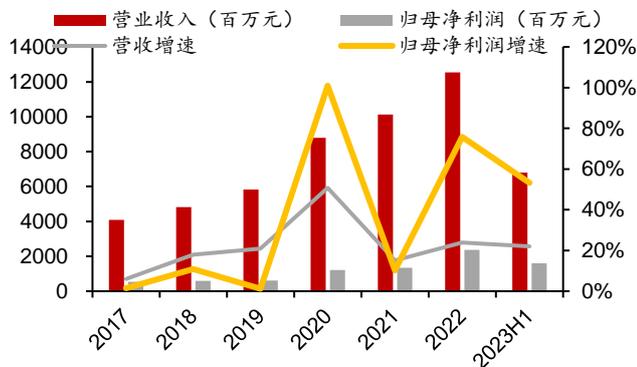
图表53：以岭药业发展历程



资料来源：以岭药业官网，国联证券研究所

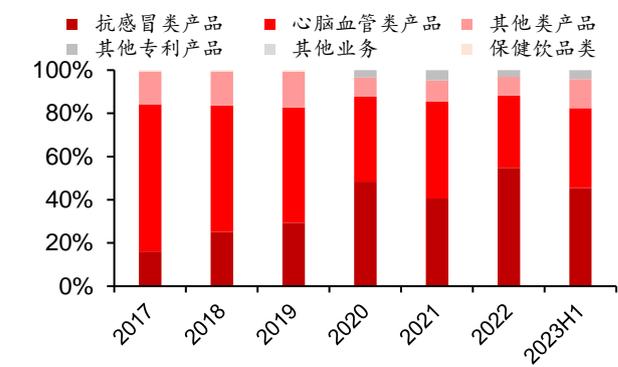
公司营业收入从 2017 年的 41 亿元增长到 2022 年 125 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 25.16%，归母净利润亦从 5 亿元增长至 24 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 34.28%。2019 年起受基药“986 政策”与“1+X”使用原则，公司独家基药产品连花清瘟系列与“通络三宝”需求提升，同时在新冠用药需求下连花清瘟快速放量，公司业绩实现稳健增长。尽管面临市场环境的变化和挑战，公司始终保持创新精神，持续开展核心产品循证研究，叠加公司商业转化能力出众，在全国 10 万余家医疗终端，30 万余家药店终端形成规模销售，“通络三宝”和“连花清瘟”已成为各自领域代表性产品。

图表54：2017-2023H1 以岭药业营收与归母净利润



资料来源：以岭药业公告，国联证券研究所

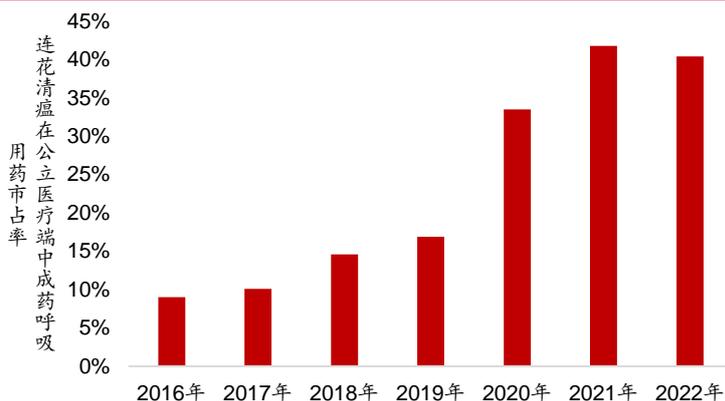
图表55：2016-2023H1 以岭药业产品线营收占比



资料来源：以岭药业公告，国联证券研究所

以岭药业是国内中药创新龙头企业，在 2022 大健康产业高质量发展大会被评选中药研发实力，近年来公司加大研发投入，研发费用从 2017 年 2.57 亿元提升至 2022 年 8.95 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 26%，现在研中药创新药品种 40 余个，经典名方 10 余首。公司核心产品连花清瘟胶囊为东汉《金匱要略》麻杏石甘汤与清代《温病条辨》银翘散的加减方，在公立医疗端中成药呼吸用药市占率快速提升，我们认为公司药品研发与上市后评价体系、产品链布局与商业化能力均处于行业领先水平，有望成为经典名方领域的龙头企业。

图表56：2016-2022年莲花清瘟公立医疗端中成药呼吸用药市占率



资料来源：以岭药业2023年半年报，米内网数据，国联证券研究所

**盈利预测、估值与评级：**我们预计公司2023-2025年收入分别为109.15/138.06/167.80亿元，对应增速分别为-12.91%/26.49%/21.54%；2023-2025年归母净利润分别为22.45/27.94/32.70亿元，对应增速分别为-4.93%/24.44%/17.01%；EPS分别为1.34/1.67/1.96元/股，3年CAGR为11.45%。

图表57：以岭药业财务数据和估值

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10117	12533	10915	13806	16780
增长率	15.19%	23.88%	-12.91%	26.49%	21.54%
EBITDA (百万元)	1928	3242	3491	4153	4738
归母净利润 (百万元)	1344	2362	2245	2794	3270
增长率 (%)	10.27%	75.75%	-4.93%	24.44%	17.01%
EPS (元/股)	0.80	1.41	1.34	1.67	1.96
市盈率 (P/E)	26.9	15.3	16.1	12.9	11.1
市净率 (P/B)	4.0	3.3	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	17.5	14.9	9.6	7.7	6.4

资料来源：以岭药业公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2023年10月20日收盘价，国联证券研究所

我们选取康缘药业、华润三九、天士力、方盛制药、众生药业作为可比公司，可比公司2024年平均PE为19倍，我们给予公司2024年17倍PE，对目标价28.43元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表58：以岭药业可比公司估值对比

代码	名称	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600557.SH	康缘药业	95	0.96	1.19	1.44	17	14	11
000999.SZ	华润三九	407	3.08	3.57	4.12	13	12	10
600535.SH	天士力	201	0.66	0.78	0.90	20	17	15
603998.SH	方盛制药	43	0.39	0.53	0.67	25	19	15
002317.SZ	众生药业	149	0.47	0.55	0.63	37	32	28
	均值					23	19	16
002603.SZ	以岭药业	362	1.34	1.67	1.96	16	13	11

资料来源：iFind，国联证券研究所

注：股价为2023年10月20日收盘价；可比公司盈利预测来自iFind一致预期，以岭药业为国联证券研究所预测数值

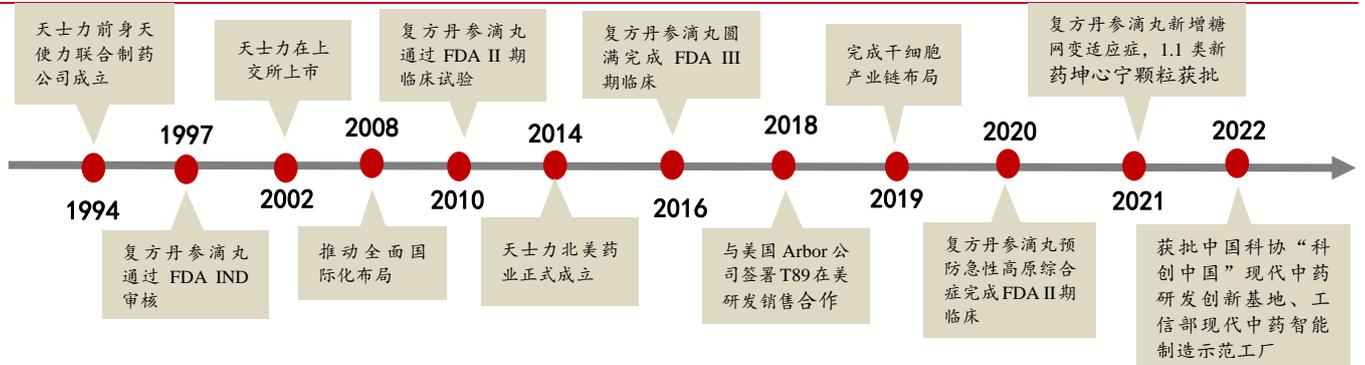
风险提示：药品集采风险、药品降价风险、研发失败风险、原材料价格波动风

险等。

### 4.3 天士力：产品管线丰富的中药创新头部企业

天士力前身为天使力联合制药公司，打造复方丹参滴丸以形成品牌竞争力，持续发展壮大；公司在2002年以“天士力”在上交所上市，在不断推动复方丹参滴丸FDA临床进度、全面国际化布局、成立天士力北美药业、布局干细胞产业链中，全面布局心脑血管、消化代谢、肿瘤、中枢神经等四个疾病领域，先后研制出芪参益气滴丸、水林佳（水飞蓟宾胶囊）、普佑克（注射用重组人尿激酶原）等大品种。同时，公司持续提升工艺、质量标准、生产过程的数字化，打造中药智能制造车间，进一步降本增效，形成以现代中药智能制造科技体系。

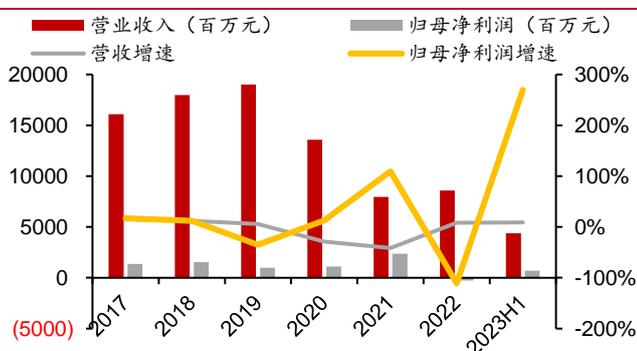
图表59：天士力发展历程



资料来源：天士力医药官网，国联证券研究所

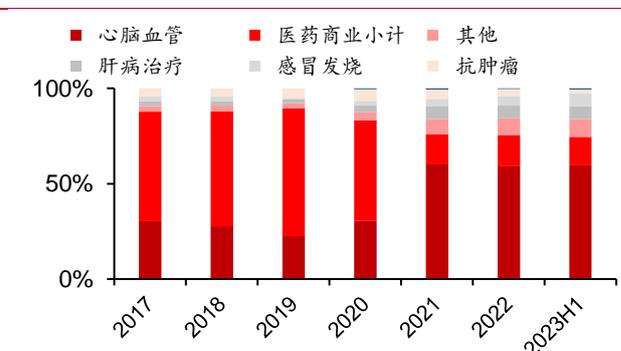
2019年起注射用益气复脉与注射用丹参多酚酸国谈降价后进入医保、蒂清进入全国药品集采、商业资产逐步剥离，同时2021~2022年期间公司持有的I-MAB、科济药业股权的公允价值变动与部分在研项目终止并进行资产减值计提，公司营业收入与归母净利润波动较大。我们认为集采产品风险出清、国谈产品以价换量与商业业务转让剥离，叠加2023年院内常规诊疗复苏下，公司业绩有望反弹迎来稳健增长。

图表60：2017-2023H1 天士力营收与归母净利润



资料来源：天士力公告，国联证券研究所

图表61：2017-2023H1 天士力产品线营收占比



资料来源：天士力公告，国联证券研究所

天士力为国内现代中药研发头部企业，在2022大健康产业高质量发展大会被评为中药研发实力排名第三。公司坚持创新驱动战略，实行“四位一体”药物创新研

发模式（自研、产品引进、合作研发、投资市场许可优先权），稳步推动现代中药、生物药与化药研发，现布局 26 款现代中药产品、12 款生物药与 57 款化学药；政策利好中药发展下，公司亦布局古代经典名方，加快枇杷清肺饮与温经汤的上市申请研究，持续丰富产品矩阵列。

**图表62：天士力主要在研产品管线**

研发项目	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	研发（注册）所处阶段
安神滴丸	中药创新药（1.1类）	慢性失眠	是	临床 III 期
脊痛宁片	中药创新药（1.1类）	中轴脊柱关节炎（肾阳亏虚、瘀血痹阻证）	是	临床 III 期
复方丹参滴丸 FDA 项目	国际申报	慢性稳定型心绞痛（stable angina pectoris）	是	临床 III 期
复方丹参滴丸（T89）防治急性高原综合症（AMS）国际研究项目	国际申报	急性高原综合症（AMS）	是	临床 III 期
PXT3003	化药 2.3 类	腓骨肌萎缩症 1A 型（CMT1A）	是	临床 III 期
新型 PARP 抑制剂 HD-199	化药 1 类	铂敏感/HRD/BRCA 缺陷的肿瘤（包括：卵巢癌、乳腺癌、胰腺癌、前列腺癌、小细胞肺癌）	是	临床 I/II 期
注射用重组人尿激酶原增加急性缺血性脑卒中适应症	治疗用生物制品 2.2 类	急性缺血性脑卒中	是	临床 III 期
培重组人成纤维细胞生长因子 21 类似物注射液	治疗用生物制品 1 类、国际申报	II 型糖尿病、非酒精性脂肪肝炎 NASH	是	临床 I 期

资料来源：天士力公告，国联证券研究所

**盈利预测、估值与评级：**我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 92.43/99.68/108.25 亿元，对应增速分别为 7.56%/7.85%/8.59%；2023-2025 年归母净利润分别为 8.93/10.96/12.44 亿元，对应增速分别为 448.01%/22.74%/13.52%；EPS 分别为 0.60/0.73/0.83 元/股。

**图表63：天士力财务数据和估值**

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7952	8593	9243	9968	10825
增长率	-41.43%	8.06%	7.56%	7.85%	8.59%
EBITDA (百万元)	3183	317	1990	2314	2540
归母净利润 (百万元)	2359	-257	893	1096	1244
增长率 (%)	109.51%	-110.87%	448.01%	22.74%	13.52%
EPS (元/股)	1.57	-0.17	0.60	0.73	0.83
市盈率 (P/E)	8.5	-78.4	22.5	18.4	16.2
市净率 (P/B)	1.5	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.9	44.7	8.5	6.5	5.2

资料来源：天士力公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 10 月 20 日收盘价，国联证券研究所

我们选取众生药业、方盛制药、康缘药业、盘龙药业、贵州百灵作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 22 倍，我们给予公司 2024 年 22 倍 PE，对目标价 16.07 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表64：天士力可比公司估值对比

代码	名称	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002317.SZ	众生药业	149	0.47	0.55	0.63	37	32	28
603998.SH	方盛制药	43	0.39	0.53	0.67	25	19	15
600557.SH	康缘药业	95	0.96	1.19	1.44	17	14	11
002864.SZ	盘龙药业	36	1.31	1.67	2.12	28	22	17
002424.SZ	贵州百灵	110	0.22	0.33	0.47	35	24	16
均值						28	22	17
600535.SH	天士力	201	0.60	0.73	0.83	23	18	16

资料来源：iFind，国联证券研究所

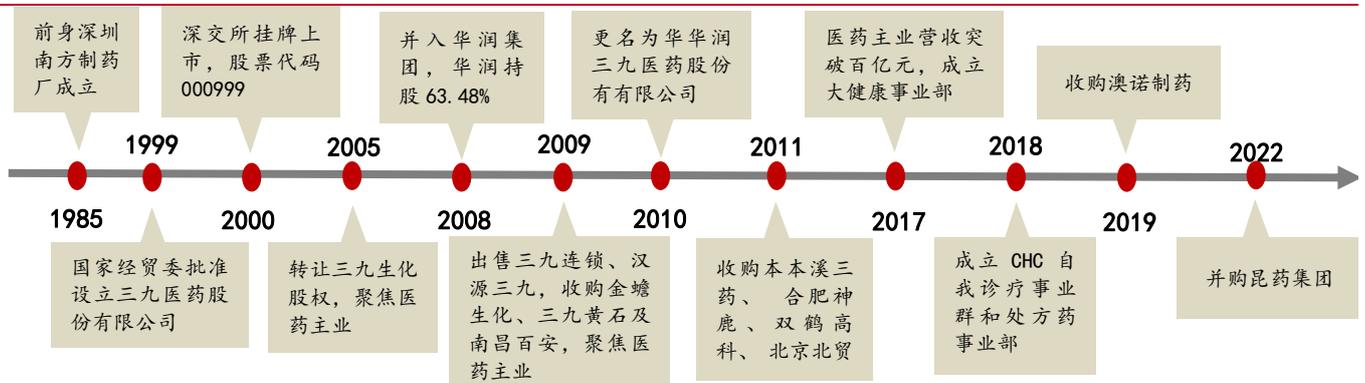
注：股价为2023年10月20日收盘价；可比公司盈利预测来自iFind一致预期，天士力为国联证券研究所预测数值

风险提示：医药行业政策风险、研发失败风险、原材料价格风险、经营管理风险等。

#### 4.4 华润三九：聚焦健康消费领域的自我诊疗龙头

华润三九为华润医药集团旗下核心中药企业，其前身可以追溯至1985成立的南方制药厂，经过多年发展已成为集中医药产品研发、生产、销售及相关健康服务于一体的综合型医药企业。公司致力于“成为大众医药健康产业的引领者”，专注高质量医药健康产品创新研发和智能制造，满足“预防、保健、治疗、康复”全周期的健康需求。

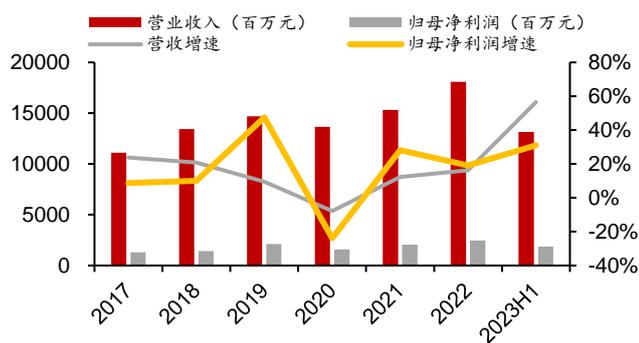
图表65：华润三九发展历程



资料来源：华润三九官网，国联证券研究所

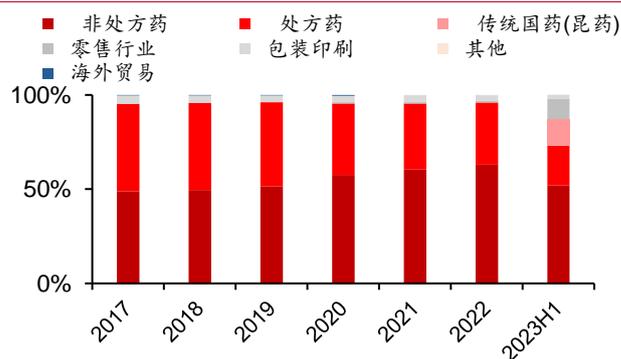
2016~2022年，公司营收由89.82亿元增长至180.79亿元，2016-2022年CAGR为12.37%；归母净利润由11.98亿元增长至24.49亿元，2016-2022年CAGR为12.66%。公司产品线丰富，CHC健康消费品业务覆盖感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科、膳食营养补充剂等品类，处方药业务覆盖抗肿瘤、心脑血管、消化系统、骨科、儿科等治疗领域等，同时2023年1月昆药集团控股股东正式变更为华润三九，昆中药等品类亦归入华润三九发展体系中。

图表66：2017-2023H1 华润三九营收与归母净利润



资料来源：华润三九公告，国联证券研究所

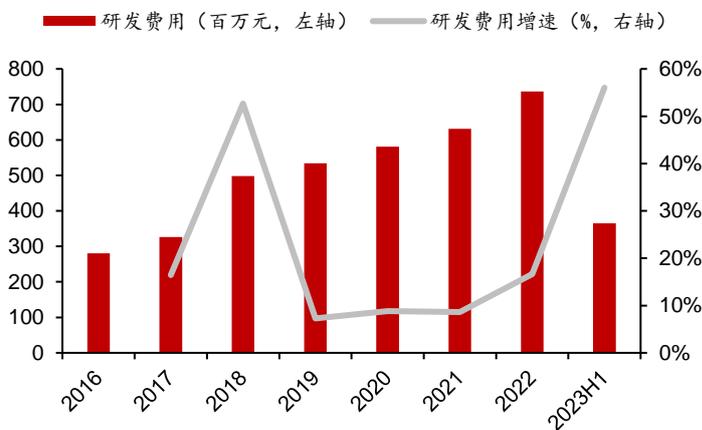
图表67：2017-2023H1 华润三九产品线营收占比



资料来源：华润三九公告，国联证券研究所

华润三九为国内自我诊疗领域龙头企业，有 20 个中成药产品入选 2022 年非处方药品牌综合排名中。公司坚持“品牌+创新”双轮驱动，持续加强创新研发，研发费用从 2016 年 2.80 亿元增长至 2022 年 7.36 亿元，2016-2022 年 CAGR 为 17%。在中药传承创新方面上，公司立项在研经典名方 30 余首，2023 年相继开展温经汤、芍药甘草汤与苓桂术甘汤的上市申报工作，处于经典名方研制上市头部梯队企业中，我们认为公司或将以经典名方获批先发优势、规模销售网络叠加知名品牌优势，有望延续自我诊疗龙头地位，成为经典名方领域中的龙头企业。

图表68：2016-2023H1 华润三九研发费用



资料来源：华润三九公告，国联证券研究所

**盈利预测、估值与评级：**我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 268.48/299.06/331.12 亿元，对应增速分别为 48.50%/11.39%/10.72%；2023-2025 年归母净利润分别为 30.64/35.78/41.63 亿元，对应增速分别为 25.12%/16.76%/16.35%；EPS 分别为 3.10/3.62/4.21 元/股，3 年 CAGR 为 19.35%。

图表69：华润三九财务数据和估值

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15320	18079	26848	29906	33112
增长率	12.34%	18.01%	48.50%	11.39%	10.72%
EBITDA (百万元)	2,860	3,483	4,212	4,872	5,550
归母净利润 (百万元)	2,047	2,449	3,064	3,578	4,163
增长率 (%)	28.13%	19.64%	25.12%	16.76%	16.35%
EPS (元/股)	2.07	2.48	3.10	3.62	4.21
市盈率 (P/E)	19.87	16.61	13.28	11.37	9.77
市净率 (P/B)	2.66	2.39	2.15	1.92	1.71
EV/EBITDA	10.88	13.07	8.94	7.25	5.89

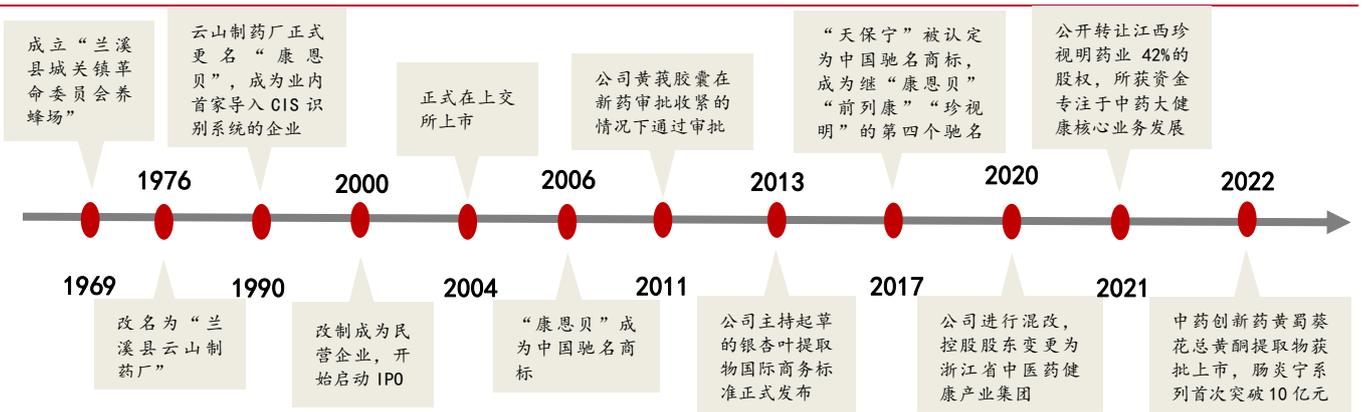
资料来源：华润三九公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 10 月 120 日收盘价，国联证券研究所

风险提示：市场及政策风险、研发创新风险、并购整合风险、原材料价格波动风险等

#### 4.5 康恩贝：以品牌森林策略发展的 OTC 领军企业

康恩贝前身为兰溪县云山制药厂，位于浙江省金华兰溪市，经过 30 余年发展已成为集中药材种植、医药产品研发、生产、销售于一体的大型医药企业。公司建有国家创新型企业、国家级企业技术中心和博士后科研工作站、院士工作站等创新研究平台，产品覆盖呼吸系统、消化代谢、心脑血管、泌尿系统、抗感染和肌肉骨骼系统等治疗领域，拥有多个中国驰名商标。2020 年公司实控人变更为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会，公司启动国资混改，优化资产结构，专注于中药大健康领域业务发展。

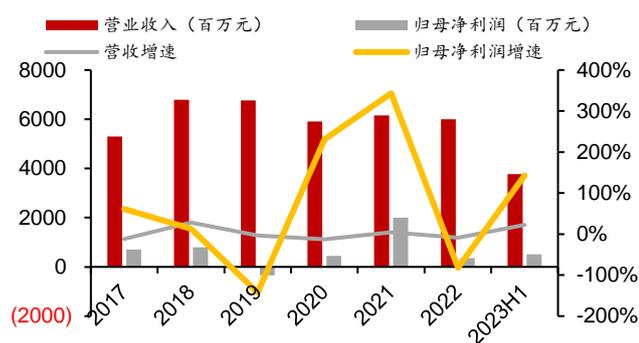
图表70：康恩贝发展历程



资料来源：康恩贝官网，国联证券研究所

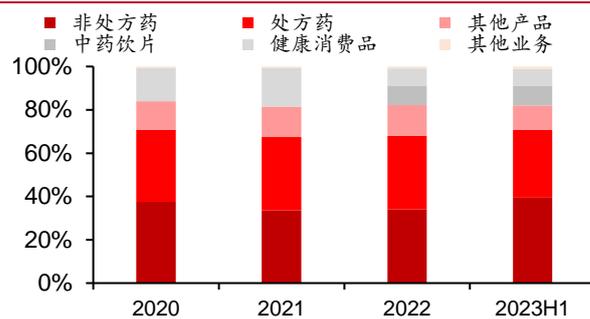
2017 年公司因处置子公司珍视明医药的全部股权导致营收下降，而 2019 年受医保政策影响，丹参川芎嗪注射液营收下滑并进行资产减值计提，公司 2019-2020 年营收与归母净利润波动较大。2020 年公司改制成为国有控股企业，按降本增效方针，聚焦核心业务，优化资产结构，2021-2022 年公司营收出现回升，2022 年公司在剔除珍视明业务后，主营业务净利润提升 7%，公司混改效果明显。

图表71：2017-2023H1 康恩贝营收与归母净利润



资料来源：康恩贝公告，国联证券研究所

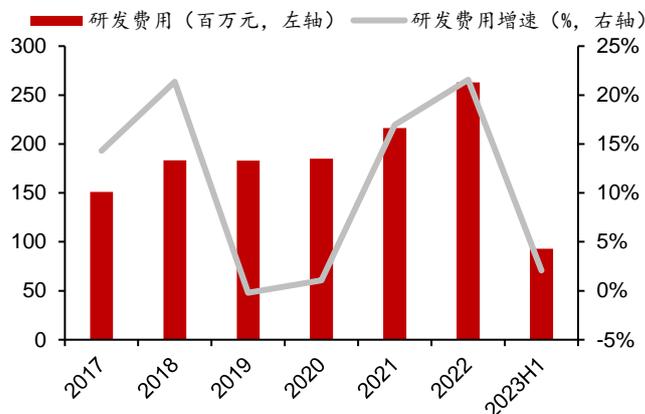
图表72：2017-2023H1 康恩贝产品线营收占比



资料来源：康恩贝公告，国联证券研究所

康恩贝实行大品牌大品种工程，以品牌森林策略持续提升大品种增长空间，现已培育形成前列康、天保宁、金奥康、金笛、金康速力等知名品牌与相关系列产品，同时公司继续加大中药大健康领域研发投入，聚焦创新药与改良型新药、大品种二次开发、特色仿制药与健康产品等方面研发，2022 年研发费用增长至 2.63 亿元，2017-2022 年 CAGR12%。公司亦布局古代经典名方领域，现于 2023 年 2 月完成苓桂术甘汤的上市申报工作，我们认为公司属于经典名方研制上市头部梯队企业，在借助政策利好经典名方研发上市，以自身品牌优势实现经典名方产品的快速增长。

图表73：2017-2023H1 康恩贝研发费用情况



资料来源：康恩贝公告，国联证券研究所

**盈利预测、估值与评级：**我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 71.49/81.97/93.45 亿元，对应增速分别为 19.14%/14.66%/14.01%；2023-2025 年归母净利润分别为 7.09/8.04/9.09 亿元，对应增速分别为 97.86%/13.53%/13.04%；EPS 分别为 0.28/0.31/0.35 元/股，3 年 CAGR 为 36.43%。

**图表74：康恩贝财务数据和估值**

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6151	6000	7149	8197	9345
增长率	4.09%	-2.45%	19.14%	14.66%	14.01%
EBITDA (百万元)	2860	858	1661	1942	2224
归母净利润 (百万元)	2009	358	709	804	909
增长率 (%)	343.24%	-82.18%	97.86%	13.53%	13.04%
EPS (元/股)	0.78	0.14	0.28	0.31	0.35
市盈率 (P/E)	6.2	34.8	17.6	15.5	13.7
市净率 (P/B)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	4.3	13.4	8.1	7.6	7.2

资料来源：康恩贝公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2023年10月20日收盘价，国联证券研究所

我们选取太极集团、九芝堂、天士力、云南白药、东阿阿胶作为可比公司，可比公司2024年平均PE为18倍，我们给予公司2024年18倍PE，对目标价5.63元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表75：康恩贝可比公司估值对比**

代码	名称	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600129.SH	太极集团	206	1.58	2.14	2.78	23	17	13
000989.SZ	九芝堂	87	0.51	0.64	0.78	20	16	13
600535.SH	天士力	201	0.66	0.78	0.90	20	17	15
000538.SZ	云南白药	881	2.34	2.63	2.95	21	19	17
000423.SZ	东阿阿胶	292	1.64	1.97	2.37	28	23	19
均值						22	18	15
600572.SH	康恩贝	125	0.28	0.31	0.35	18	15	14

资料来源：iFind，国联证券研究所

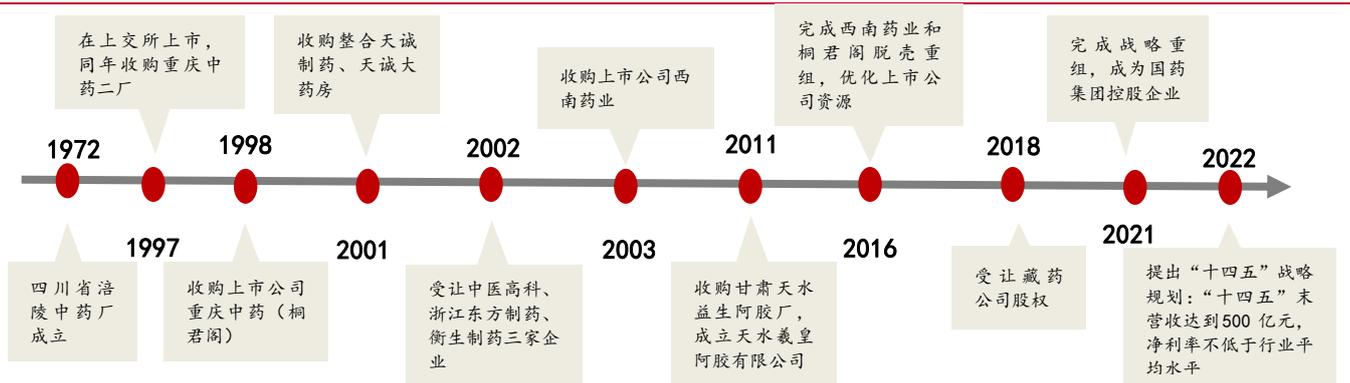
注：股价为2023年10月20日收盘价；可比公司盈利预测来自iFind一致预期，康恩贝为国联证券研究所预测数值

风险提示：利润下滑风险、原材料供应及价格波动风险、销售不及预期风险等。

#### 4.6 太极集团：数字化转型赋能的中药 OTC 龙头

太极集团始建于1972年，起源于四川省涪陵中药厂，公司2019年正式启动混改，2021年完成战略重组，成为国药集团现代化中药板块成员。公司实行“一主两辅”战略，聚焦现代中药智能制造，发展麻精特色化药与区域商业业务，以消化及代谢、呼吸系统、心血管、抗肿瘤和免疫调节、神经系统、抗感染、大健康等领域为核心，对医药主品启动营销改革，公司2021年提出“十四五”战略规划，启动数字化转型，稳步提升经营质量。

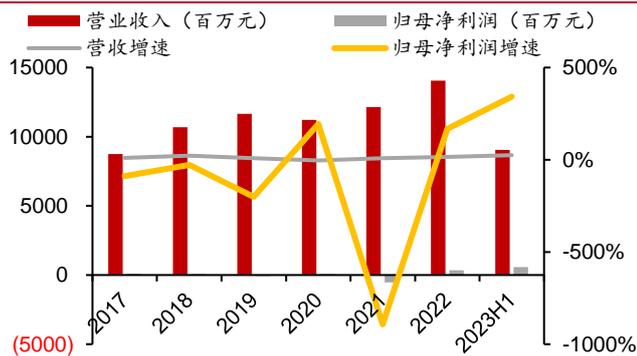
图表76：太极集团发展历程



资料来源：太极集团官网，国药集团官网，国联证券研究所

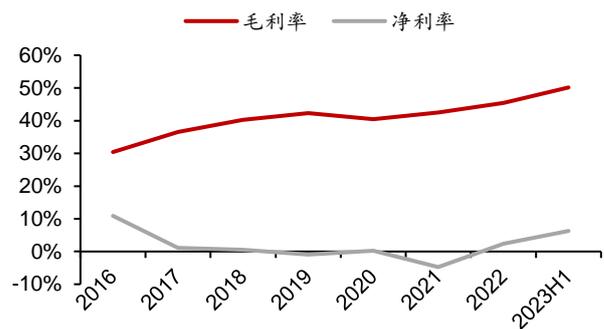
公司在进行战略重组前多为增收不增利，2021 年进行战略重组后，对“两非”企业（非主业、非盈利能力强的企业）、闲置或低效益资产的优化处置，持续聚焦主业，2022 年公司毛利率与净利率提升，归母净利润开始扭亏为盈。公司加快数字化演进步伐，运用到生产、营销与运营管理中，经营质量持续提升。

图表77：2017-2023H1 太极集团营收与归母净利润



资料来源：太极集团公告，国联证券研究所

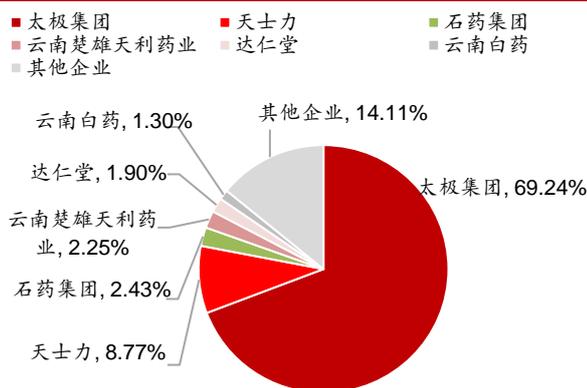
图表78：2016-2023H1 太极集团毛利率与净利率变化



资料来源：太极集团公告，国联证券研究所

太极集团为国内品牌 OTC 龙头企业，有 36 个中成药产品入选 2022 年非处方药品牌综合排名中。公司产品管线丰富，有中西药品种批文 1242 个、全国独家生产品种 86 个；核心产品藿香正气口服液源自宋代《太平惠民和剂局方》藿香正气散，2022 年销售收入实现 15.67 亿元 (yoy+70%)，在城市药店端【藿香正气】系列中市占率稳步提升并达到 69%。公司布局古代经典名方，研制开心散、金水六君煎与华盖散等，我们认为公司前期藿香正气口服液大品种打造经验，有望成为古代经典名方的头部企业。

图表79：2022年中国城市实体药店【藿香正气】竞争格局



资料来源：米内网，国联证券研究所

图表80：2016-2022年中国城市药店【藿香正气】销售规模与太极集团市占率



资料来源：米内网，国联证券研究所

**盈利预测、估值与评级：**我们预计公司2023-2025年收入分别为173.79/212.17/244.08亿元，对应增速分别为23.69%/22.08%/15.04%；2023-2025年归母净利润分别为8.26/12.37/15.37亿元，对应增速分别为136.08%/49.78%/24.33%；EPS分别为1.48/2.22/2.76元/股，3年CAGR为63.82%。

图表81：太极集团财务数据和估值

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12149	14051	17379	21217	24408
增长率	8.40%	15.65%	23.69%	22.08%	15.04%
EBITDA (百万元)	19	957	1849	2297	2617
归母净利润 (百万元)	-523	350	826	1237	1537
增长率 (%)	-891.88%	166.84%	136.08%	49.78%	24.33%
EPS (元/股)	-0.94	0.63	1.48	2.22	2.76
市盈率 (P/E)	-39.3	58.8	24.9	16.6	13.4
市净率 (P/B)	7.5	6.7	5.3	4.0	3.1
EV/EBITDA	795.3	20.2	12.5	9.6	7.7

资料来源：太极集团公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2023年10月20日收盘价，国联证券研究所

我们选取华润三九、九芝堂、天士力、东阿阿胶、佛慈制药作为可比公司，可比公司2024年平均PE为20倍，我们给予公司2024年20倍PE，对目标价44.41元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表82：太极集团可比公司估值对比

代码	名称	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000999.SZ	华润三九	407	3.08	3.57	4.12	13	12	10
000989.SZ	九芝堂	87	0.51	0.64	0.78	20	16	13
600535.SH	天士力	201	0.66	0.78	0.90	20	17	15
000423.SZ	东阿阿胶	292	1.64	1.97	2.37	28	23	19
002644.SZ	佛慈制药	51	0.25	0.33	0.45	40	30	22
均值						24	20	16
600129.SH	太极集团	206	1.48	2.22	2.76	25	17	13

资料来源：iFind，国联证券研究所

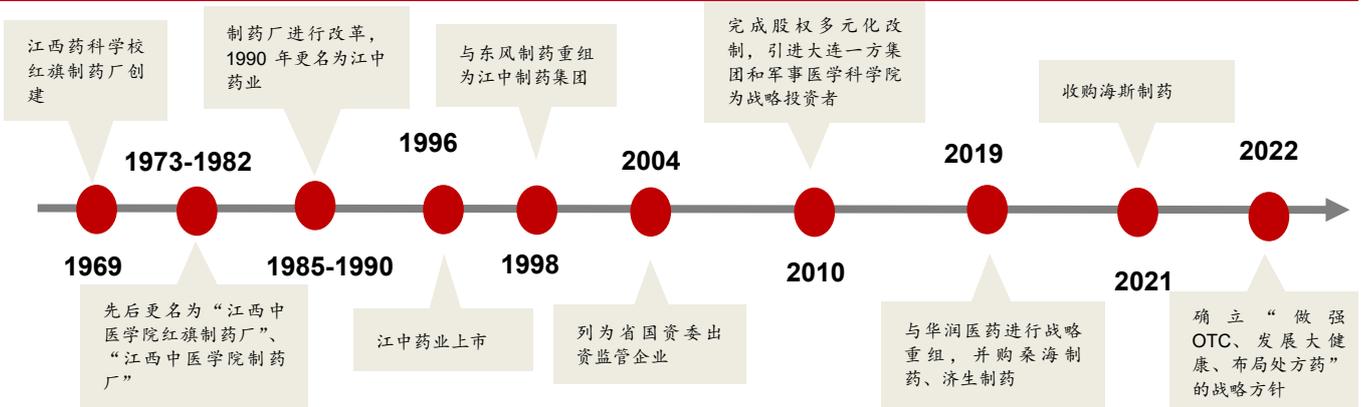
注：股价为2023年10月20日收盘价；可比公司盈利预测来自iFind一致预期，太极集团为国联证券研究所预测数值

风险提示：政策监管风险、市场竞争加剧风险、成本波动风险、研发失败风险、销售不及预期风险等。

#### 4.7 江中药业：践行家中常备药定位的中药消化类龙头

江中药业前身江西药科学学校红旗制药厂于1969年创建，现公司主营中成药及保健品的生产、研发与销售业务。公司2019年与华润医药进行战略重组，并购桑海和济生两家企业，2021年收购海斯制药，2022年提出“做强OTC、发展大健康、布局处方药”的战略方针，走向“内生增长、外延并购”双轮驱动的发展路径。

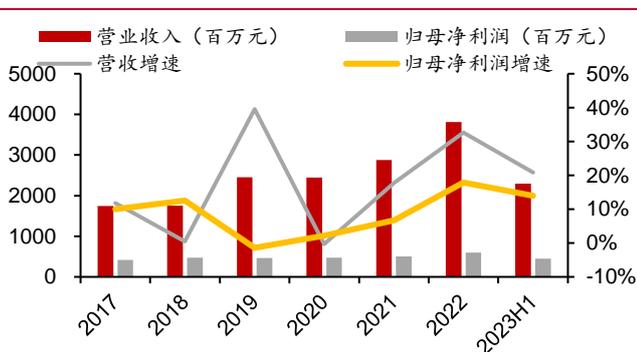
图表83：江中药业发展历程



资料来源：华润江中官网，国联证券研究所

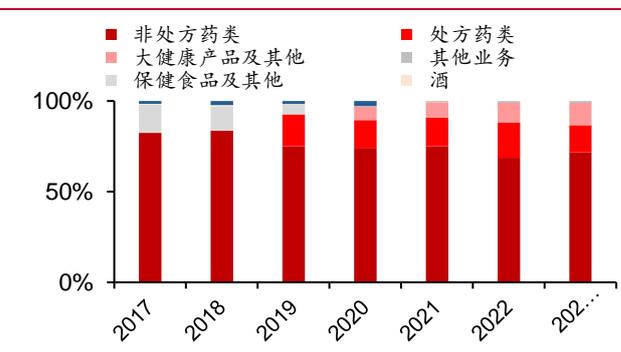
公司在2019年进行重组并购，由于新增处方药下业务结构变化，净利润变化不明显。2020年新冠疫情影响下，公司营收与归母净利润增速放缓；公司2021年9月30日完成海斯制药的股权变更登记，合并报表下公司2022年营业收入实现38.11亿元，同比增长32.63%，归母净利润达到5.96亿元，同比增长17.9%。

图表84：2017-2023H1 江中药业营收与归母净利润



资料来源：江中药业公告，国联证券研究所

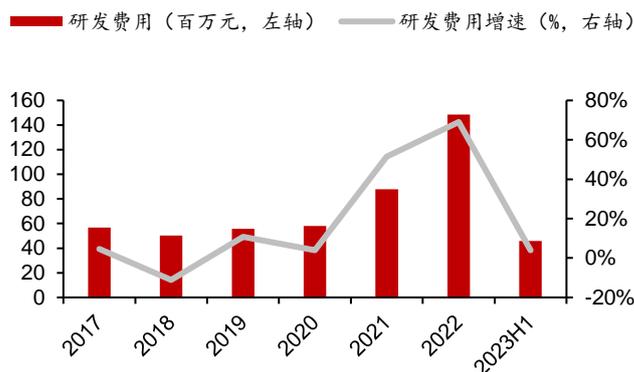
图表85：2017-2023H1 江中药业业务管线营收占比



资料来源：江中药业公告，国联证券研究所

江中药业是中药胃肠消化领域龙头企业，核心产品健胃消食片在2022年非处方药消化类中品牌名列首位；公司近几年加大研发费用支出，2022年达到1.48亿元，2017-2022年CAGR为21%。公司在非处方药与处方药业务均覆盖胃肠领域，而经典名方领域中布局半夏泻心汤等消化领域经方，我们认为公司借政策利好经典名方发展，扩大公司产品群，发展增量业务管线，有望持续巩固中药消化龙头地位。

图表86：2017-2023H1 江中药业研发费用



资料来源：江中药业公告，国联证券研究所

**盈利预测、估值与评级：**我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 44.84/52.43/61.16 亿元，对应增速分别为 17.65%/16.91%/16.66%；2023-2025 年归母净利润分别为 6.94/8.27/9.59 亿元，对应增速分别为 16.49%/19.05%/15.98%；EPS 分别为 1.10/1.31/1.52 元/股，3 年 CAGR 为 17.16%。

图表87：江中药业财务数据和估值

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2874	3812	4484	5243	6116
增长率	17.72%	32.63%	17.65%	16.91%	16.66%
EBITDA (百万元)	716	844	1162	1377	1639
归母净利润 (百万元)	506	596	694	827	959
增长率 (%)	6.74%	17.87%	16.49%	19.05%	15.98%
EPS (元/股)	0.80	0.95	1.10	1.31	1.52
市盈率 (P/E)	22.5	19.1	16.4	13.8	11.9
市净率 (P/B)	2.8	2.9	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	9.9	8.5	8.7	7.4	6.3

资料来源：江中药业公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 10 月 20 日收盘价，国联证券研究所

我们选取华润三九、东阿阿胶、天士力、太极集团、亚宝药业作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 17 倍，我们给予公司 2024 年 17 倍 PE，对目标价 22.32 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表88：江中药业可比公司估值对比

代码	名称	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000999.SZ	华润三九	407	3.08	3.57	4.12	13	12	10
000423.SZ	东阿阿胶	292	1.64	1.97	2.37	28	23	19
600535.SH	天士力	201	0.66	0.78	0.90	20	17	15
600129.SH	太极集团	206	1.58	2.14	2.78	23	17	13
600351.SH	亚宝药业	58	0.38	0.47	0.59	20	16	13
均值						21	17	14
600750.SH	江中药业	114	1.10	1.31	1.52	16	14	12

资料来源：iFind，国联证券研究所

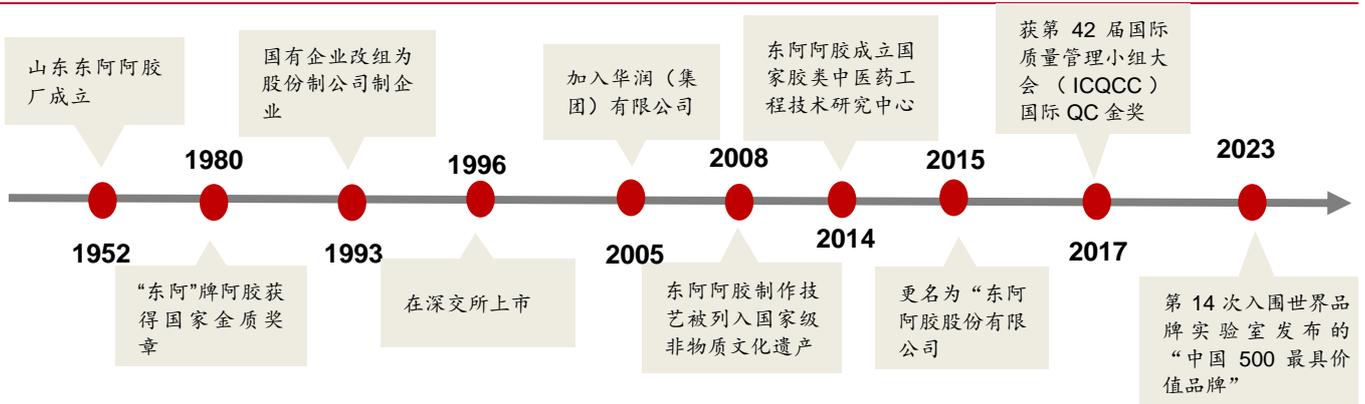
注：股价为 2023 年 10 月 20 日收盘价；可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期，江中药业为国联证券研究所预测数值

风险提示：行业政策变化风险、利润下滑风险、原材料价格上涨及供应风险等

#### 4.8 东阿阿胶：阿胶滋补类中药龙头企业

东阿阿胶前身为山东东阿阿胶厂，于 1952 年建厂，随后在 1993 年改组为股份有限公司，1996 年在深交所上市，2005 年加入华润集团。公司主营产品为阿胶及系列中成药、保健食品的研发、生产和销售，拥有 3 枚中国驰名商标、2 个保密品种、8 个保护品种。公司拥有国家胶类中药工程技术研究中心，并参与国家胶类中药标准制定，拥有专利 300 余项，2023 年东阿阿胶第 14 次入围世界品牌实验室发布的“中国 500 最具价值品牌”。

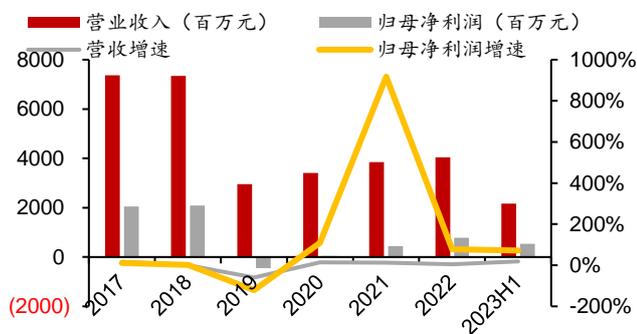
图表89：东阿阿胶发展历程



资料来源：东阿阿胶官网，国联证券研究所

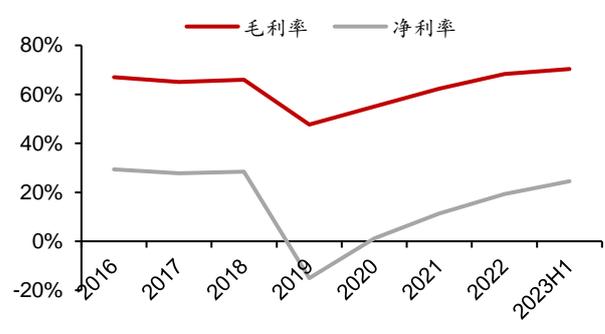
由于人工、企业运营和原料成本持续上升，公司自 2012-2018 年起多次上调阿胶出厂价，到 2019 年经销商开始囤货，造成公司库存积压，叠加高价格下消费者购买意愿下降，公司 2019 年营收与归母净利润均同比大幅下滑。2019 年后公司进行库存消化、终端价格稳定，2022 年公司推进价值、业务、组织与精神等四个重塑，毛利率与净利率开始恢复，净利率 2023H1 已恢复到 25%，经重塑后公司盈利能力进一步提升。

图表90：2017-2023H1 东阿阿胶营收与归母净利润



资料来源：东阿阿胶公告，国联证券研究所

图表91：2016-2023H1 东阿阿胶毛利率与净利率情况

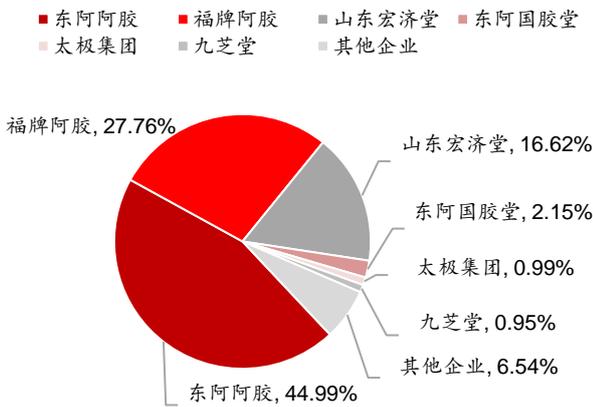


资料来源：东阿阿胶公告，国联证券研究所

东阿阿胶为阿胶滋补中药龙头，在阿胶零售药店市场缩减与公司库存产品消化中，依旧保持龙头地位，2022 年在中国城市实体药店端市占率约 45%。公司持续巩固阿胶顶流品牌，同时不断拓展复方阿胶浆新适应症，对健脑补肾丸、龟鹿二

仙口服液等肝肾滋补男科领域品种进行二次开发。新品开发上，公司积极布局中药改良型新药、中药创新药与经典名方，聚焦在妇科、血液疾病领域中，打造出滋补行业引领品牌地位。我们认为公司研制两地汤等胶类经典名方，借助阿胶品牌优势，有望成为滋补类经典名方龙头企业。

图表92：2022年中国城市实体药店【阿胶】竞争格局



资料来源：米内网，国联证券研究所

图表93：2016-2022年中国城市药店【阿胶】销售规模与东阿阿胶市占率



资料来源：米内网，国联证券研究所

**盈利预测、估值与评级：**我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 46.43/53.38/61.88 亿元，对应增速分别为 14.88%/14.96%/15.92%；2023-2025 年归母净利润分别为 10.04/11.74/14.01 亿元，对应增速分别为 28.68%/16.97%/19.30%；EPS 分别为 1.56/1.82/2.17 元/股，3 年 CAGR 为 21.55%。

图表94：东阿阿胶财务数据和估值

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3849	4042	4643	5338	6188
增长率	12.89%	5.01%	14.88%	14.96%	15.92%
EBITDA (百万元)	694	995	1548	1749	2004
归母净利润 (百万元)	440	780	1004	1174	1401
增长率 (%)	917.43%	77.10%	28.68%	16.97%	19.30%
EPS (元/股)	0.68	1.21	1.56	1.82	2.17
市盈率 (P/E)	66.4	37.5	29.1	24.9	20.9
市净率 (P/B)	2.9	2.8	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	38.3	19.9	14.3	12.1	10.0

资料来源：东阿阿胶公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 10 月 20 日收盘价，国联证券研究所

我们选取片仔癀、太极集团、华润三九、佛慈制药、广誉远作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 30 倍，我们给予公司 2024 年 30 倍 PE，对目标价 54.69 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表95：东阿阿胶可比公司估值对比**

代码	名称	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600436.SH	片仔癀	1,444	5.10	6.24	7.52	47	38	32
600129.SH	太极集团	206	1.58	2.14	2.78	23	17	13
000999.SZ	华润三九	407	3.08	3.57	4.12	13	12	10
002644.SZ	佛慈制药	51	0.25	0.33	0.45	40	30	22
600771.SH	广誉远	130	0.15	0.48	1.00	177	55	27
均值						60	30	21
000423.SZ	东阿阿胶	292	1.56	1.82	2.17	29	25	21

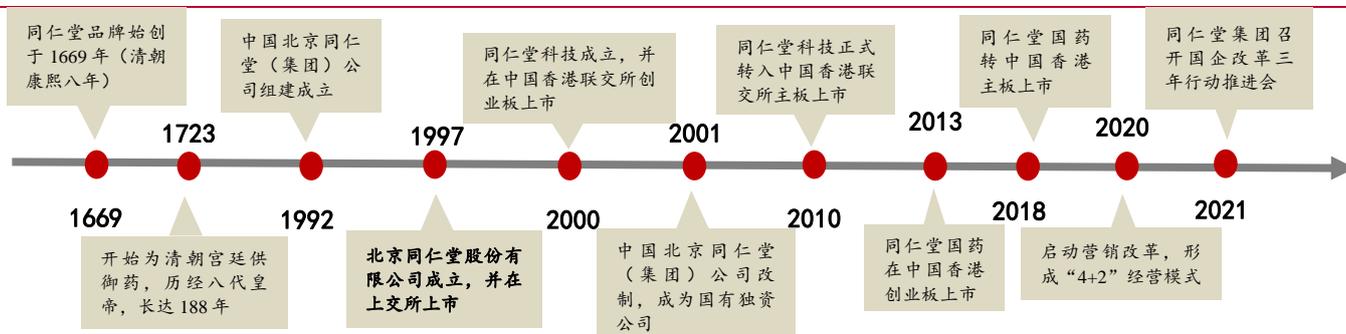
资料来源：iFind，国联证券研究所

注：股价为2023年10月20日收盘价；可比公司盈利预测来自iFind一致预期，东阿阿胶为国联证券研究所预测数值

风险提示：原材料供应风险、传统消费市场缩减风险、价格竞争加剧风险等。

#### 4.9 同仁堂：享誉海内外的稀缺品牌老字号

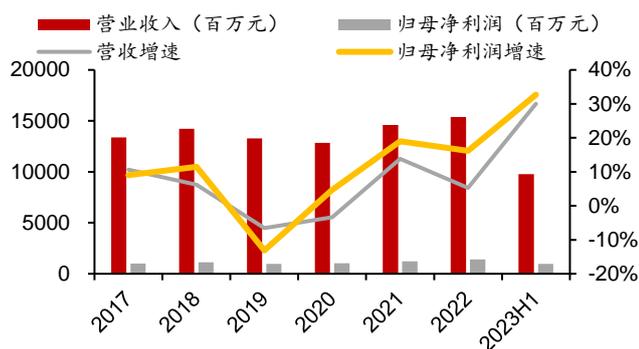
北京同仁堂股份有限公司是同仁堂集团中首家A股上市公司，主营中成药的生产与销售；截至2023H1，公司分别控股参股同仁堂科技公司（持股46.85%）、同仁堂国药（持股33.62%）、同仁堂商业（持股51.98%），其中同仁堂科技公司、同仁堂国药均为港股上市公司。公司制定“十四五”战略规划，实施“高质量发展战略、精品战略、大品种战略”三大发展战略，持续聚焦中医药产业发展。

**图表96：同仁堂发展历程**


资料来源：同仁堂官网，国联证券研究所

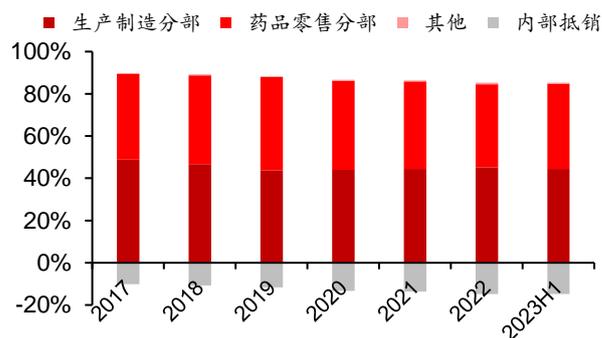
公司2020年启动营销改革，组建品种运营事业部、终端事业部、医疗事业部、药酒事业部、大品种专项与发展品种专项小组，形成“4+2”模式；2020~2022年，公司营收由128.26亿元增长至153.72亿元，2020-2022年CAGR为9.48%；归母净利润由10.31亿元增长至14.26亿元，2016-2022年CAGR为17.57%。公司经典中药产品丰富，常年生产中成药超过400个品规，覆盖心脑血管、补益类、妇科、清热等领域，受益于政策利好中医药发展，叠加老年化背景下预防保健需求提升，公司业绩或将稳健增长。

图表97：2017-2023H1 同仁堂营收与归母净利润



资料来源：同仁堂公告，国联证券研究所

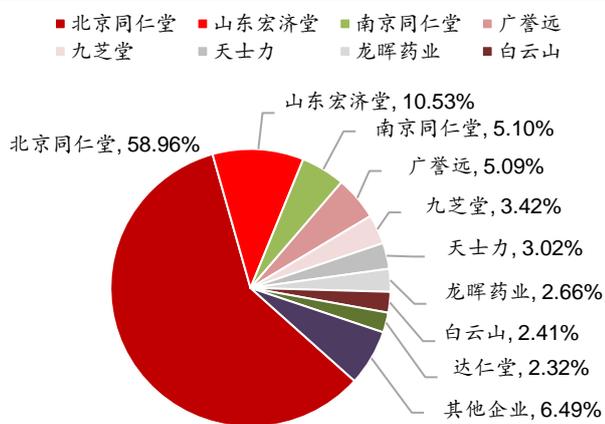
图表98：2017-2023H1 同仁堂业务管线营收占比



资料来源：同仁堂公告，国联证券研究所

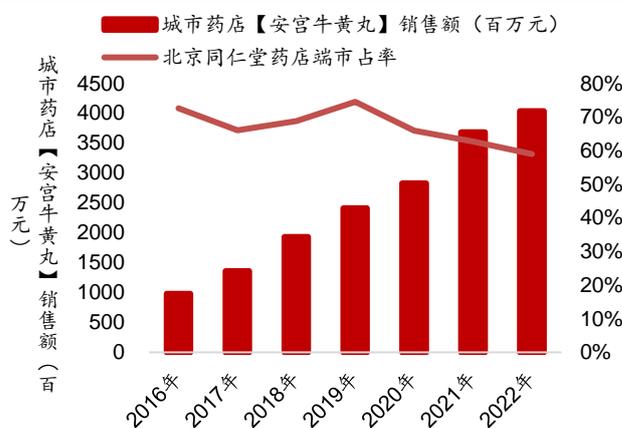
北京同仁堂有着 340 多年历史的中华老字号企业，知名产品安宫牛黄丸远销海内外，其出自清代《温病条辨》安宫牛黄丸；米内网数据显示，实体药店端中安宫牛黄丸 2022 年达到 40.32 亿规模，2016-2022 年 CAGR 达 27%，公司 2022 年在城市药店端【安宫牛黄丸】中市占率约 59%，依旧为安宫牛丸品类龙头企业。公司持续深耕中药新品开发，筛选先期开发 10 个经典名方，研制苓桂术甘汤、芍药甘草汤等，我们认为公司百年老字号品牌知名度高且经典中药大品种打造经验丰富，中药产业链布局处于行业领先地位，有望成为古代经典名方领域的领军企业。

图表99：2022 年中国城市实体药店【安宫牛黄丸】竞争格局



资料来源：米内网，国联证券研究所

图表100：2016-2022 年中国城市药店【安宫牛黄丸】销售规模与北京同仁堂市占率



资料来源：米内网，国联证券研究所

**盈利预测、估值与评级：**我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 182.32/208.32/235.65 亿元，对应增速分别为 18.60%/14.26%/13.12%；2023-2025 年归母净利润分别为 17.59/20.78/24.29 亿元，对应增速分别为 23.36%/18.12%/16.93%；EPS 分别为 1.28/1.51/1.77 元/股，3 年 CAGR 为 19.44%。

**图表101：同仁堂财务数据和估值**

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14603	15372	18232	20832	23565
增长率	13.86%	5.27%	18.60%	14.26%	13.12%
EBITDA (百万元)	2753	3111	4419	5042	5632
归母净利润 (百万元)	1227	1426	1759	2078	2429
增长率 (%)	19.00%	16.17%	23.36%	18.12%	16.93%
EPS (元/股)	0.89	1.04	1.28	1.51	1.77
市盈率 (P/E)	54.6	47.0	38.1	32.2	27.6
市净率 (P/B)	6.3	5.7	5.2	4.7	4.2
EV/EBITDA	22.5	19.4	14.7	12.6	11.0

资料来源：同仁堂公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2023年10月20日收盘价，国联证券研究所

我们选取片仔癀、九芝堂、白云山、达仁堂、广誉远作为可比公司，可比公司2024年平均PE为37倍，我们给予公司2024年37倍PE，对目标价56.05元。首次覆盖，给予“增持”评级。

**图表102：同仁堂可比公司估值对比**

代码	名称	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600436.SH	片仔癀	1,444	5.10	6.24	7.52	47	38	32
000423.SZ	东阿阿胶	292	1.64	1.97	2.37	28	23	19
002644.SZ	佛慈制药	51	0.25	0.33	0.45	40	30	22
600771.SH	广誉远	130	0.15	0.48	1.00	177	55	27
	均值					73	37	25
600085.SH	同仁堂	670	1.28	1.51	1.77	38	32	28

资料来源：iFind，国联证券研究所

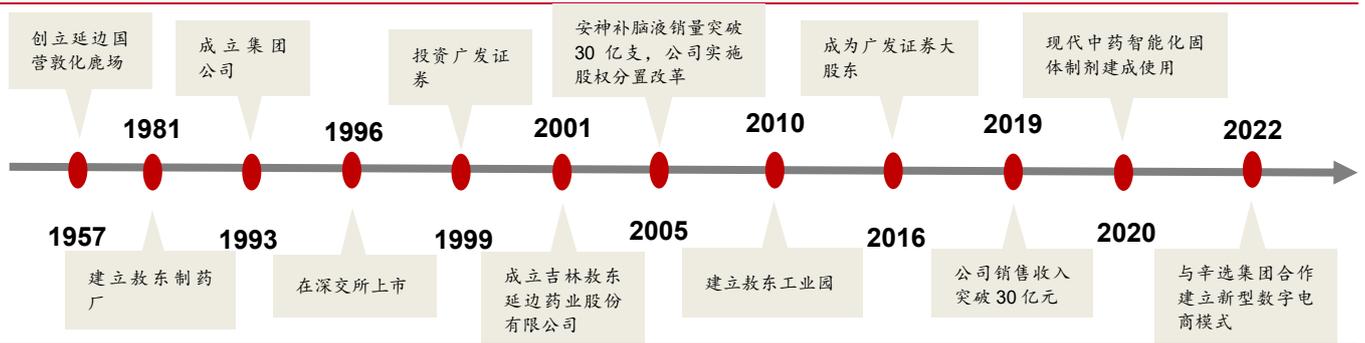
注：股价为2023年10月20日收盘价；可比公司盈利预测来自iFind一致预期，同仁堂为国联证券研究所预测数值

风险提示：行业政策风险、原材料涨价风险、市场竞争加剧风险等

#### 4.10 吉林敖东：医药+金融+大健康多轮驱动发展

吉林敖东药业集团股份有限公司前身是于1981年建立的敖东制药厂，1998年更名为吉林敖东药业集团股份有限公司，1996年在深交所挂牌上市。2001年，吉林敖东建立母子公司体制，发展为以“医药+金融+大健康”多轮驱动模式的控股型集团上市公司。公司主要从事中药、化学药研发、制造和销售，主要产品为安神补脑液、小儿柴桂退热口服液、肾复康片、伸筋片、脑心舒口服液等，2022年公司与辛选集团建立合作关系，着力于新型电商模式的探索。

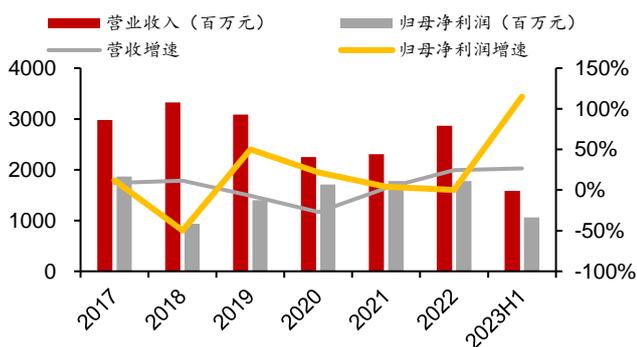
图表103: 吉林教东发展历程



资料来源: 吉林教东官网, 国联证券研究所

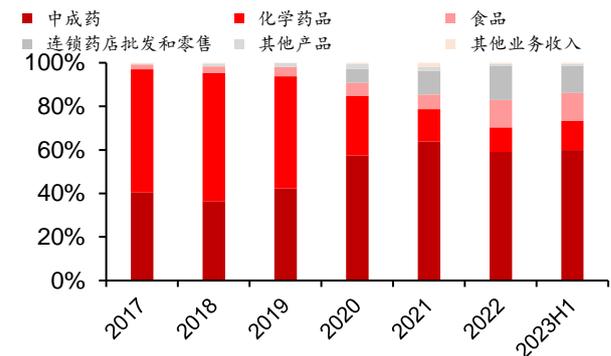
公司 2019 年由于化药受医保政策影响业绩下滑, 2020 年将重点业务转移至中成药与大健康业务, 并逐步加大投入, 2022 年实现营业收入 28.68 亿元, 同比增长 24.5%。经业务结构调整后, 公司中成药业务占比从 2019 年 42% 提升至 2022 年 59%, 2016-2022 年中药营收 CAGR 达到 8.7%, 公司自 2019 年开始进行营销改革, 执行大品种群与多品种群的营销战略, 以多元化的营销模式, 助推公司业绩稳健增长。

图表104: 2017-2023H1 吉林教东营收与归母净利润



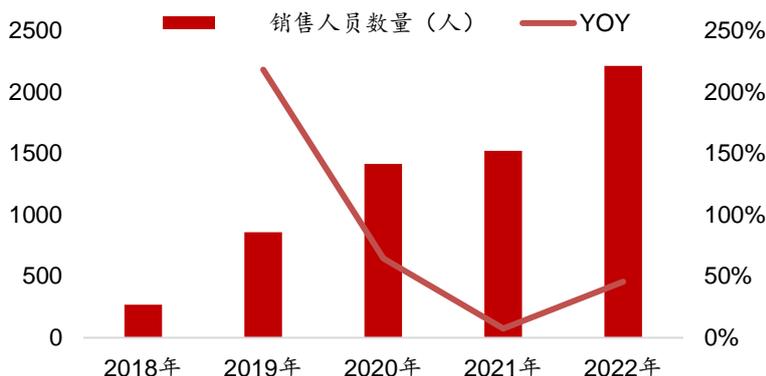
资料来源: 吉林教东公告, 国联证券研究所

图表105: 2017-2023H1 吉林教东产品线营收占比



资料来源: 吉林教东公告, 国联证券研究所

公司持续聚焦中医药发展, 主要覆盖安神补脑、心脑血管、儿科、妇科、代谢及消化系统、血液循环系统、清热解毒、感冒发烧等治疗领域, 现形成安神补脑液、小儿柴桂退热口服液、血府逐瘀口服液等核心大品种, 同时销售队伍持续扩大, 或将为业绩增长进一步赋能。在中药新品开发上, 公司立项在研 14 首经典名方, 其中枇杷清肺饮已于 2023 年 7 月 31 日获批上市, 成为行业第二获批的经典名方企业, 我们认为公司经典名方研制进度领先行业平均水平, 有望凭借获批先发优势抢占市场份额, 贡献增量业绩。

**图表106：2018-2022 吉林敖东销售团队建设**


资料来源：吉林敖东公告，国联证券研究所

**盈利预测、估值与评级：**我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 34.16/39.99/46.66 亿元，对应增速分别为 19.11%/17.05%/16.69%；2023-2025 年归母净利润分别为 19.01/21.93/24.29 亿元，对应增速分别为 6.75%/15.38%/10.76%；EPS 分别为 1.63/1.89/2.09 元/股，3 年 CAGR 为 10.91%。

**图表107：吉林敖东财务数据和估值**

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2304	2868	3416	3999	4666
增长率	2.31%	24.50%	19.11%	17.05%	16.69%
EBITDA (百万元)	2038	2011	2743	3110	3430
归母净利润 (百万元)	1781	1781	1901	2193	2429
增长率 (%)	4.19%	0.01%	6.75%	15.38%	10.76%
EPS (元/股)	1.53	1.53	1.63	1.89	2.09
市盈率 (P/E)	10.5	10.5	9.8	8.5	7.7
市净率 (P/B)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.8	8.7	7.1	6.4	5.9

资料来源：吉林敖东公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 10 月 20 日收盘价，国联证券研究所

我们选取济川药业、羚锐制药、柳药集团、步长制药、葵花药业作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 10 倍，我们给予公司 2024 年 10 倍 PE，对目标价 18.86 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

**图表108：吉林敖东可比公司估值对比**

代码	名称	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600566.SH	济川药业	232	2.71	3.03	3.45	9	8	7
600285.SH	羚锐制药	93	0.97	1.15	1.35	17	14	12
603368.SH	柳药集团	71	2.31	2.77	3.33	9	7	6
603858.SH	步长制药	185	1.63	1.84	2.08	10	9	8
002737.SZ	葵花药业	137	1.99	2.27	2.59	12	10	9
均值						11	10	8
000623.SZ	吉林敖东	187	1.63	1.89	2.09	10	9	8

资料来源：iFind，国联证券研究所

注：股价为 2023 年 10 月 20 日收盘价；可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期，吉林敖东为国联证券研究所预测数值

风险提示：医药行业政策风险、原材料价格波动风险、研发失败风险、证券市场政策环境风险、募投项目收益风险等

## 5. 风险提示

**政策风险：**中药行业的发展与政策息息相关，若未来行业监管趋严，如医保支付政策收紧或集采政策落地，将对行业产生不利影响；

**产品质量风险：**经典名方对原材料质量要求较高，存在因中药材或中药饮片质量问题而产品不达标的风险；

**原材料供应及价格波动风险：**中药材的生长受地理、气候等因素影响，产量波动较大，下游中药饮片及配方颗粒行业存在原材料供应短缺或价格上涨的风险；

**行业竞争加剧风险：**市场放开，众多中小型中药企业得以进入行业，未来行业存在竞争进一步加剧的风险。

**行业发展不及预期：**经典名方上市后作为处方药仅供中医药临床使用，若未来仍是限制临床西医生使用，存在发展不及预期的风险。

**重点公司盈利预测与估值表**

股票 代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			CAGR- 3 (%)	PEG	评级	变动
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E				
600557	康缘药业	16.21	0.98	1.23	1.56	16.5	13.2	10.4	27.96%	—	买入	—
002603	以岭药业	21.64	1.34	1.67	1.96	16.1	12.9	11.1	11.45%	—	买入	—
600535	天士力	13.41	0.60	0.73	0.83	22.5	18.4	16.2	/	—	买入	—
000999	华润三九	41.16	3.10	3.62	4.21	13.3	11.4	9.8	19.35%	—	买入	—
600129	太极集团	36.92	1.48	2.22	2.76	24.9	16.6	13.4	63.82%	—	买入	—
000423	东阿阿胶	45.4	1.56	1.82	2.17	29.1	24.9	20.9	21.55%	—	买入	—
600750	江中药业	18.07	1.10	1.31	1.52	16.4	13.8	11.9	17.16%	—	买入	—
600572	康恩贝	4.85	0.28	0.31	0.35	17.6	15.6	13.8	36.43%	—	买入	—
600085	同仁堂	48.85	1.28	1.51	1.77	38.1	32.2	27.6	19.44%	—	增持	—
000623	吉林敖东	16.08	1.63	1.89	2.09	9.8	8.5	7.7	10.91%	—	增持	—

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 10 月 20 日收盘价

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上	

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼