

守正创新产业升级，四大优势价值重估

——中药行业跟踪报告

1. 振兴发展中医药，顶层设计提振全局

2. 医疗资源扩容，助升中医药渗透率

3. 产业加速升级，四大优势价值重估

4. 中药创新药：注册审评体系重塑和医疗反腐推动院内中成药结构升级

5. 中药品牌OTC：国企改革延续，品牌价值提升

6. 投资建议

7. 风险提示

1. 振兴发展中医药，顶层设计提振全局

■ 发展中医药已上升为国家战略，政策推动中医药产业高质量发展

➢ 十八大以来党中央、国务院高度重视中医药产业发展，出台多项鼓励政策。2016年2月《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》的出台，标志着发展中医药正式上升为国家战略。此后，陆续出台《中医药法》和促进传承创新发展的意见和政策措施，并于2021年底推出重磅医保支持政策、2023年初发布《中医药振兴发展重大工程实施方案》，压实各方责任、推动全面落地，力推中医药资源扩容、产业升级和渗透率提升。随着行业标准、机制体制和服务体系的建立完善，中医药行业呈现出中西医并重、扶持与规范并举、传承与创新并进的良好局面，行业步入高质量发展。

表1：近年来国家鼓励中医药产业发展的重要政策梳理

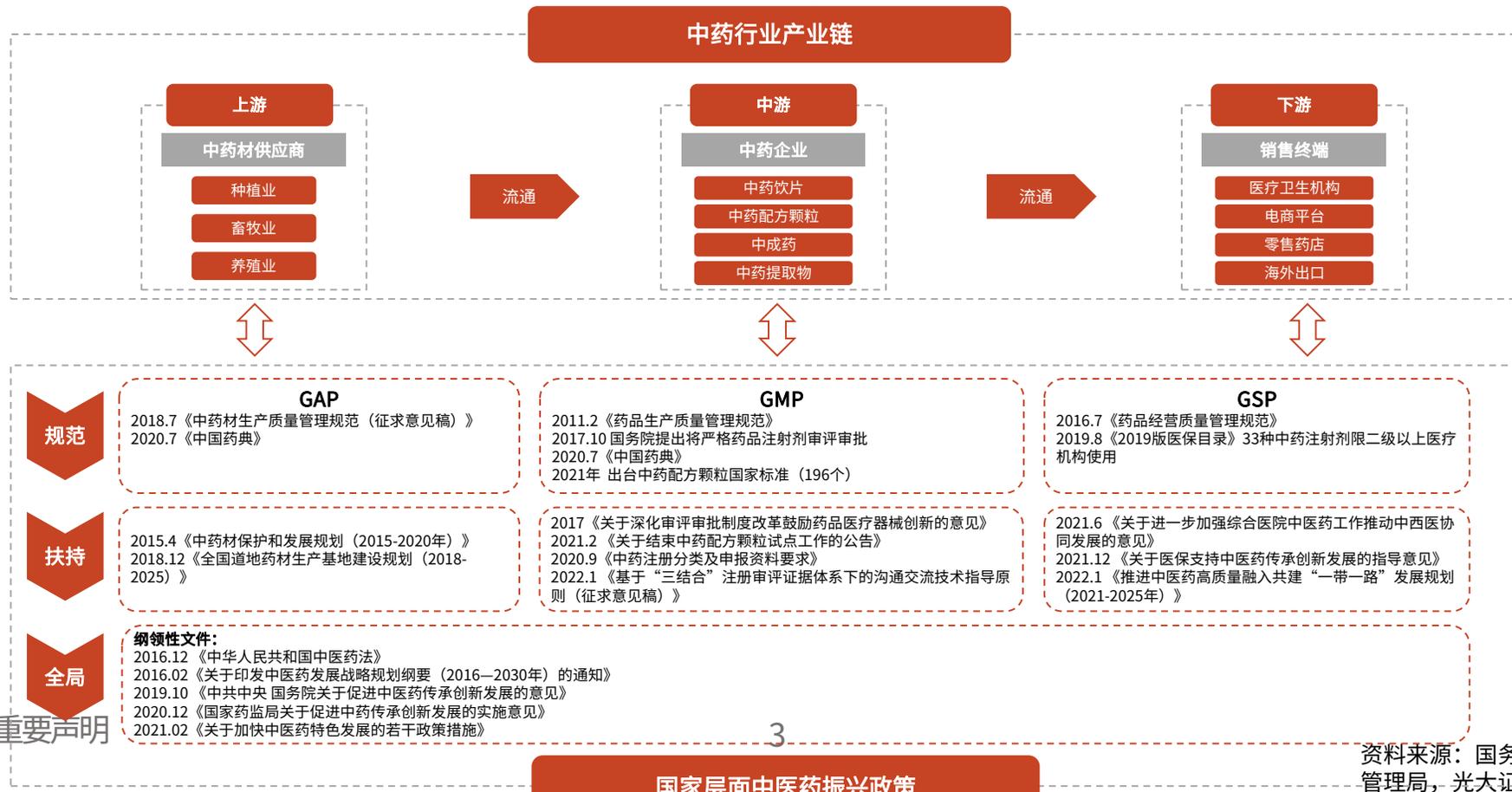
时间	出台部门	重要文件	具体内容
2016.2	国务院	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	发展中医药正式上升为国家战略，明确了我国中医药发展的方向和工作重点。
2016.12	十二届全国人大常委会	《中华人民共和国中医药法》	首部中医药法，针对中医药自身的特点，改革完善了中医医师、诊所和中药等管理制度。2017年7月1日正式实施。
2019.10	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	改革完善中药注册管理。加强中药质量安全监管，用5年左右时间，逐步实现中药重点品种来源可查、去向可追、责任可究。
2020.12	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	促进中药守正创新、健全符合中药特点的审评审批体系、强化中药质量安全监管、注重多方协调联动、推进中药监管体系和监管能力现代化。
2021.2	国务院	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	从人才、产业、资金等7个方面提出28条举措。
2021.12	国家医保局、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》	将符合条件的中医医药机构纳入医保定点，加强中医药服务价格管理，将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，完善适合中医药特点的支付政策，强化医保基金监管。
2022.3	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，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。
2023.2	国务院办公厅	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	提出8大工程，26项建设任务，目标到2025年，优质高效中医药服务体系加快建设，中医药振兴发展取得明显进展，中医药成为全面推进健康中国建设的重要支撑。
2023.5	财政部、国家中医药局	2023年中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目竞争性评审结果公示	财政部、国家中医药局组织专家对各地所申报项目实施方案进行了竞争性评审。根据竞争性评审结果，拟将15个项目确定为2023年中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目。

1. 振兴发展中医药，顶层设计提振全局

■ 中医药政策脉络：贯穿全产业链，顶层设计→落地执行连贯性较强

- 上游：源头把控，坚守底线，强化全过程质量控制。
- 中游：限制和规范中药注射剂的注册使用，中成药集采和发展并举，重点扶持中药配方颗粒和中药创新药。
- 下游：加强中医科室建设和人才培养，促进中医医疗服务发展，推动文化传播和中医药出海，医保支持政策提振全局。

图1：国家出台多项中医药振兴发展政策，从顶层设计到落地执行，贯穿中药行业全产业链



请务必参阅正文之后的重要声明

2. 医疗资源扩容，助升中医药渗透率

■ 国家大力支持中医药事业发展，中医机构财政拨款占比显著提升，中医药服务体系逐步完善。

➢ 2015年中医机构财政拨款358亿元，2020年增加至982亿元，年化复合增速达22.34%，占全国卫生健康部门财政拨款的比重从2015年的5.9%较快提升至2020年7.4%，体现了党和国家对于中医药事业的投入力度和决心。中医类医院和床位建设持续较快增长。

图2：中医机构财政拨款占卫生健康部门比例显著提升



图3：2014-2021年中医类医院数量占比持续上升



图4：2014-2021年中医类医院床位数占比持续上升



资料来源：中国中医药年鉴，中国卫生健康统计年鉴，光大证券研究所

2. 医疗资源扩容，助升中医药渗透率

- 中医药人才梯队逐步完善，中医类医院诊疗人次稳步攀升，中医诊疗和医疗服务市场规模不断扩大。
- 中医类执业（助理）医师从2015年的45.2万人增长至2021年的73.2万人，**年化复合增长率为8.4%**，**占同类人员总数比重从14.9%上升为17.1%**。除2020年疫情外，中医类医院诊疗人次稳步攀升，中医药服务的可得性、可及性明显改善。根据弗若斯特沙利文的预测，2020年中医诊疗和医疗服务市场规模为3460亿元，2015-2020年年化复合增长率约25.5%，未来仍将保持快速增长。

图5：中医类执业（助理）医师占同类人员总数比重持续上升



图6：中医类医院诊疗人次占比近年来较为稳定

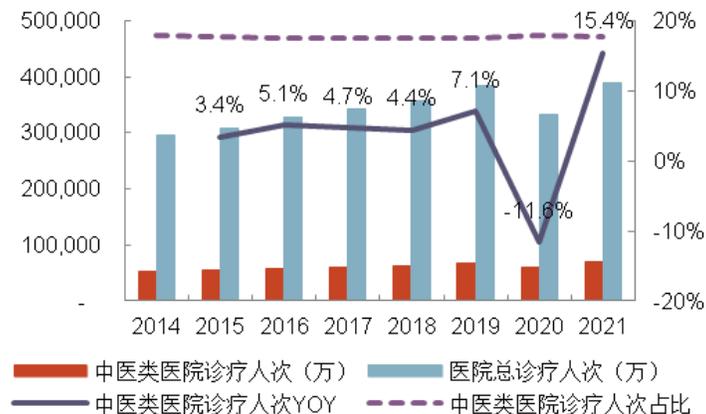
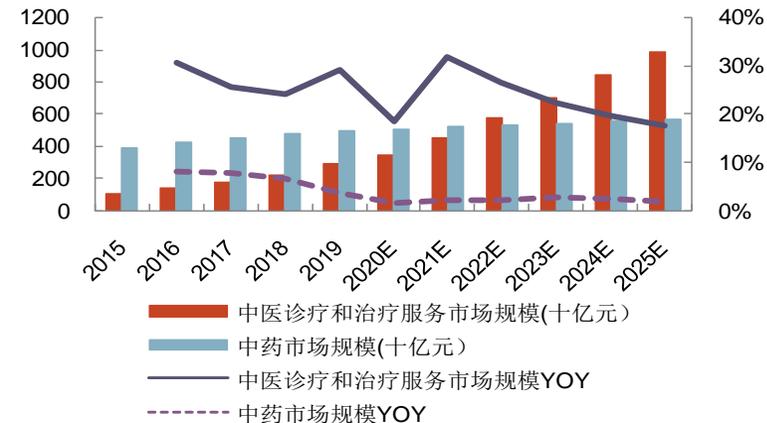


图7：中医诊疗和医疗服务市场快速增长



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国家卫健委和弗若斯特沙利文预测（援引自固生堂招股书），光大证券研究所

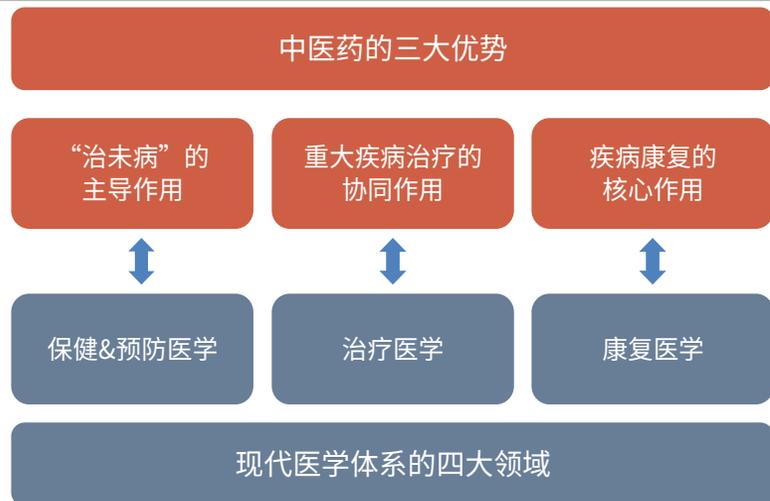
3.产业加速升级，四大优势价值重估

- ❑ 3.1 临床价值丰富，市场空间广阔
- ❑ 3.2 研发成本较低，风险相对可控
- ❑ 3.3 销售达峰较慢，生命周期更长
- ❑ 3.4 医保谈判和集采降价压力较小
- ❑ 3.5 新时代背景下，中药价值需重估

3.1 临床价值丰富，市场空间广阔

- 中医药的临床定位丰富且清晰，防病治病独具优势。
 - 2019年8月《药品管理法》指出，国家支持以临床价值为导向、对人的疾病具有明确或者特殊疗效的药物创新，鼓励具有新的治疗机理、治疗严重危及生命的疾病或者罕见病、**对人体具有多靶向系统性调节干预功能等的新药研制**，推动药品技术进步。而中医药具有防病治病的独特优势，强调整体观念和辨证施治。
 - 2023年2月国家药监局出台的《中药注册管理专门规定》中强调，除了一般药物的临床价值外，对**延缓疾病发展、症状改善、患者与疾病相关的机体功能或者生存质量改善、与化学药品等合用增效减毒或者减少毒副作用明显的化学药品使用剂量**等情形的评价都可以作为中药的疗效评价，体现了国家对中药独特优势的充分理解和认同。

图8：中医药以独特优势覆盖现代医学体系全部四大领域



资料来源：《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》，光大证券研究所

图9：2020年后中成药市场规模恢复快速增长



资料来源：商务部，光大证券研究所

3.1 临床价值丰富，市场空间广阔

表2：2021年我国院内外化药/中成药大类销售额排名如下，中成药和化药的优势领域差异较大

2021年中国公立医疗机构终端化药/中成药各大类的金额占比				2021年中国城市实体药店化药/中成药各大类的金额占比			
化药大类	金额占比	中成药大类	金额占比	化药大类	金额占比	中成药大类	金额占比
抗肿瘤和免疫调节剂	16.98%	心脑血管疾病用药	33.29%	消化系统及代谢药	25.8%	呼吸系统疾病用药	24.6%
消化系统及代谢药	16.72%	呼吸系统疾病用药	13.29%	抗肿瘤和免疫调节剂	18.8%	消化系统疾病用药	13.7%
血液和造血系统药物	15.04%	骨骼肌肉系统疾病用药	10.64%	心脑血管系统用药	14.3%	心脑血管疾病用药	11.4%
全身用抗感染药物	14.78%	消化系统疾病用药	8.41%	全身用抗感染药物	7.3%	骨骼肌肉系统疾病用药	9.7%
神经系统药物	9.89%	肿瘤疾病用药	7.81%	生殖泌尿系统和性激素类药物	6.0%	补气补血类用药	9.4%
心脑血管系统药物	9.69%	泌尿系统疾病用药	7.22%	呼吸系统用药	5.6%	泌尿系统疾病用药	8.5%
杂类	4.30%	妇科用药	5.36%	血液和造血系统药物	5.4%	五官科用药	7.1%
呼吸系统用药	3.45%	儿科用药	3.56%	皮肤病用药	5.1%	儿科用药	4.8%
肌肉-骨骼系统	3.38%	神经系统疾病用药	3.41%	肌肉-骨骼系统	4.0%	妇科用药	4.5%
全身用激素类制剂 (不含性激素和胰岛素)	1.99%	五官科用药	3.18%	神经系统药物	3.6%	神经系统疾病用药	2.1%
生殖泌尿系统和性激素类药物	1.57%	补气补血类用药	1.97%	杂类	2.6%	皮肤科用药	2.0%
感觉系统药物	1.19%	皮肤科用药	1.25%	全身用激素类制剂 (不含性激素和胰岛素)	0.8%	肿瘤疾病用药	1.1%
皮肤病用药	1.01%	其它用药	0.62%	抗寄生虫药、杀虫剂和驱动剂	0.4%	其它用药	1.0%
抗寄生虫药、杀虫剂和驱动剂	0.01%	总计	100.00%	总计	100.0%	总计	100.0%

资料来源：米内网，光大证券研究所（注：化药大类内含生物药）

3.1 临床价值丰富，市场空间广阔

- 人口老龄化和健康意识提高，叠加医改和中医药扶持政策，中药行业景气度上行。
- 近年来我国65岁及以上人口占比快速提升，**人口老龄化问题凸显**，民众的健康意识普遍提高，更为重视疾病预防、早期干预和健康护理，具有**“治未病”优势**的中医药产业迎来发展机遇。
- 随着质量标准的提高和临床使用的规范，**中医药产业在政策扶持下景气度上行**，中药收入在院内药品收入占比由2019年的17.87%提升为2021年的19.56%。

图10：平均每所公立医院药品收入中
中药收入占比稳步提升



图11：医改后公立医院西药收入
占比快速下降，中药占比趋稳

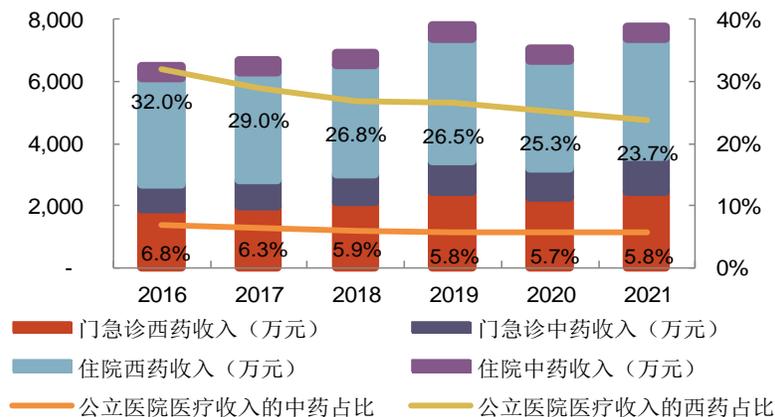
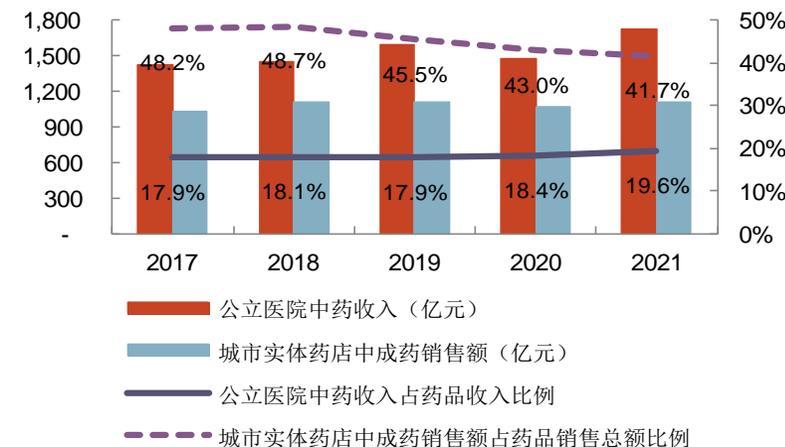


图12：17-21年公立医院/城市药店
中药收入CAGR为5.0%/1.9%



资料来源：中国卫生健康统计年鉴（注：院内药品收入含门急诊和住院药品收入，中药收入含门急诊和住院中药收入）

资料来源：中国卫生健康统计年鉴（注：平均单个公立医院收入）

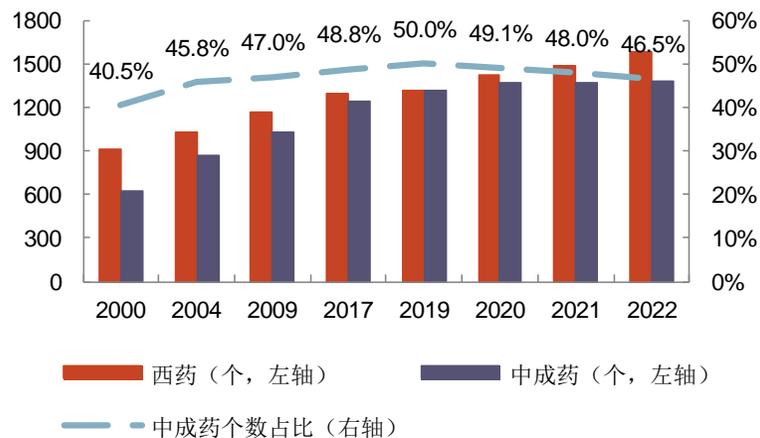
资料来源：中国卫生健康统计年鉴，米内网

3.1 临床价值丰富，市场空间广阔

■ 医保、基药、中央财政等政策倾斜下，中药高景气趋势有望延续。

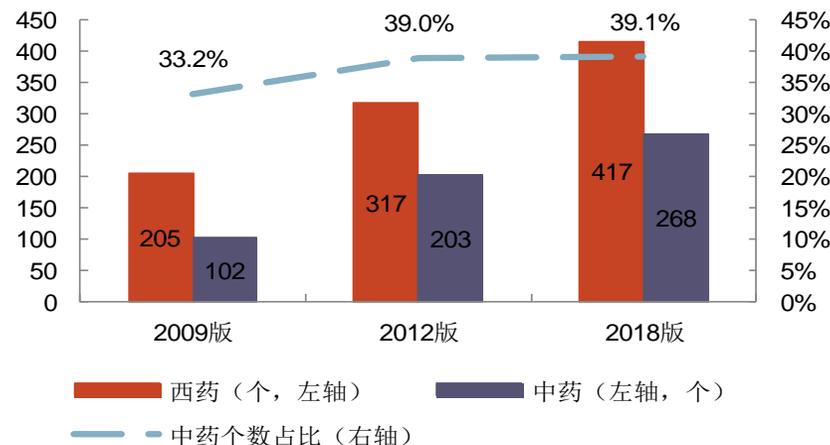
➤ 《中医药振兴发展重大工程实施方案》于2023年2月出台，国家从医疗、教育、科研、产业、文化、国际化等方面全方位推动中医药振兴发展，加大投入与机制体制创新并举，压实各方责任，确保落地执行，力推中医药资源扩容、产业升级和渗透率提升，中医药行业将迎来长足发展。

图13：2000-2022年历届国家基本医保药品目录结构



资料来源：国家医保局，光大证券研究所（注：中成药包含民族药）

图14：2009-2018年版国家基本药物目录结构



资料来源：国家卫健委，光大证券研究所

3.2 研发成本较低，风险相对可控

- 中药创新药的审评审批速度较快，研发支出相对较低。
 - 根据各上市公司公告，近年上市的十余款中药创新药的累计研发支出普遍在1000万-1亿之间，明显低于化药和生物创新药。博济医药公告显示，按照公司承接的中药临床平均价格估算，二期临床费用在1000万-1500万左右，三期临床在2000万-3000万左右，明显低于生化药。
- 人用经验证据可豁免部分临床和非临床研究，利好古代经典名方、院内制剂和经验方。
 - 根据2023年2月出台的《中药注册管理专门规定》，处方来源于古代经典名方、中医临床经验方或者医疗机构制剂的中药创新药，在满足一定条件下，可不开展非临床有效性研究。同时对于“来源于临床实践的中药新药，人用经验能在临床定位、适用人群筛选、疗程探索、剂量探索等方面提供研究、支持证据的，可不开展II期临床试验。”这一新政利好院内制剂和经验方的新药转化，进一步加速上市进程，降低研发环节的失败风险。

3.2 研发成本较低，风险相对可控

表3：2020年下半年以来申请上市并获批的中药创新药的研发支出约1000万-1亿，NDA受理到获批上市时间约0-1.2年

药品名称	企业	注册分类	累计研发支出	获批临床时间	NDA受理时间	获批上市时间
小儿荆杏止咳颗粒	方盛制药 (603998.SH)	原中药6.1类	1442万元	2008年	2013年3月26日	2019年12月18日
筋骨止痛凝胶	康缘药业 (600557.SH)	原中药6.1类	4334.59万元	2009年	2019年4月4日	2020年4月13日
连花清咳片	以岭药业 (002603.SZ)	原中药6.1类	2019.80万元	2010年	2019年9月18日	2020年5月12日
益肾养心安神片	以岭药业 (002603.SZ)	中药1.1类	2600万元	2009年	2020年6月9日	2021年9月1日
银翘清热片	康缘药业 (600557.SH)	中药1.1类	3200.37万元	2010年	2020年11月10日	2021年11月10日
玄七健骨片	方盛制药 (603998.SH)	中药1.1类	1476.31万元	2009年	2020年11月30日	2021年11月26日
七蕊胃舒胶囊	健民集团 (600976.SH)	中药1.1类	2704.82万元	2001年	2020年12月29日	2021年12月31日
广金钱草总黄酮胶囊	人福医药 (600079.SH)	中药1.2类	8100万元	2007年	2021年7月1日	2022年9月15日
散寒化湿颗粒	康缘药业 (600557.SH)	中药3.2类	7354万元	不适用	2022年10月9日	2022年10月9日
黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	康恩贝 (600572.SH)	原中药5类	10270万元	2008年	2022年6月16日	2022年12月21日
苓桂术甘颗粒	康缘药业 (600557.SH)	中药3.1类	922万元	不适用	2022年10月1日	2022年12月27日

资料来源：医药魔方，公司公告，国家药监局，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

表4：2020年下半年以来申请上市并获批的化药和生物创新药的研发支出约2-4亿，申请上市到获批时间约8个月-1.6年

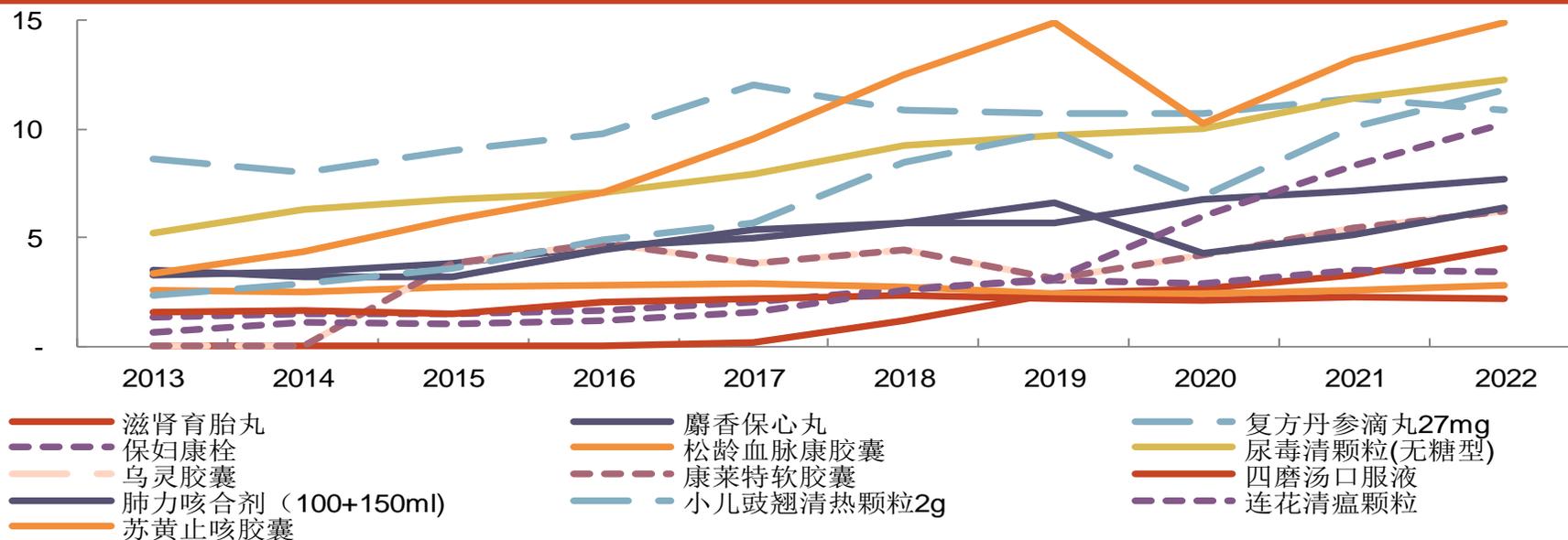
药品名称	企业	注册分类	累计研发支出	优先审评审批	首次获批临床时间	首次申请上市	首次批准上市
硫培非格司亭注射液	恒瑞医药 (600276.SH)	治疗用生物制品9类	9800万元	否	2010年1月25日	2013年1月14日	2018年5月17日
马来酸吡咯替尼片	恒瑞医药 (600276.SH)	化药1类	5.56亿	是	2012年5月23日	2017年7月16日	2018年7月10日
注射用卡瑞利珠单抗	恒瑞医药 (600276.SH)	治疗用生物制品1类	50,431万元	是	2016年1月19日	2018年4月18日	2019年4月30日
苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液	浙江医药 (600216.SH)	化药1类	5500-6400万美金	是	2008年6月3日	2017年5月26日	2019年12月17日
注射用苯磺酸瑞马唑仑	人福医药 (600079.SH)	化药1类	1亿元	是	2015年5月25日	2018年11月9日	2020年7月20日
氟唑帕利胶囊	恒瑞医药 (600276.SH)	化药1类	29492万元	是	2013年8月5日	2019年10月22日	2020年12月16日
海曲泊帕乙醇胺片	恒瑞医药 (600276.SH)	化药1类	18389万元	是	2012年2月8日	2020年6月12日	2021年6月17日
海博麦布片	海正药业 (600267.SH)	化药1类	2.89亿	是	2012年9月18日	2019年1月9日	2021年6月26日
脯氨酸恒格列净片	恒瑞医药 (600276.SH)	化药1类	27353万元	否	2013年3月11日	2020年9月27日	2021年12月31日
羟乙磺酸达尔西利片	恒瑞医药 (600276.SH)	化药1类	36359万元	是	2015年9月10日	2021年4月26日	2021年12月31日
瑞维鲁胺片	恒瑞医药 (600276.SH)	化药1类	35820万元	是	2015年9月14日	2021年11月1日	2022年6月30日

3.3 销售达峰较慢，生命周期更长

■ 中药创新药往往销售爬坡较慢，生命周期更长。

- 由于独特的临床定位，目前已上市的中药创新药较少属于临床急需且市场短缺的药物或治疗重大疾病、罕见病的药物。且由于满足了部分临床需求，其药物作用机理、安全性和有效性的证据逐步充实完善，通过学术推广或者疗效/口碑传播，医生和患者的认可度不断提高，整体的生命周期较长。
- 由于集采往往代表了价高量大、临床认可度较高的药品，我们选取了广东牵头6省中成药联盟集采中的13款独家品种进行分析，这些中成药品种多为常见病和慢性病用药，已上市多年且近年销售额仍在持续增长，侧面反映了优质中药的疗效突出、经济性良好、学术功底深厚。

图15：广东牵头6省中成药联盟集采中的13款独家品种在样本医院2013-2022年的销售情况（单位：亿元）



3.3 销售达峰较慢，生命周期更长

表5：广东牵头6省中成药联盟集采中的13款独家品种的上市时间和列入医保时间

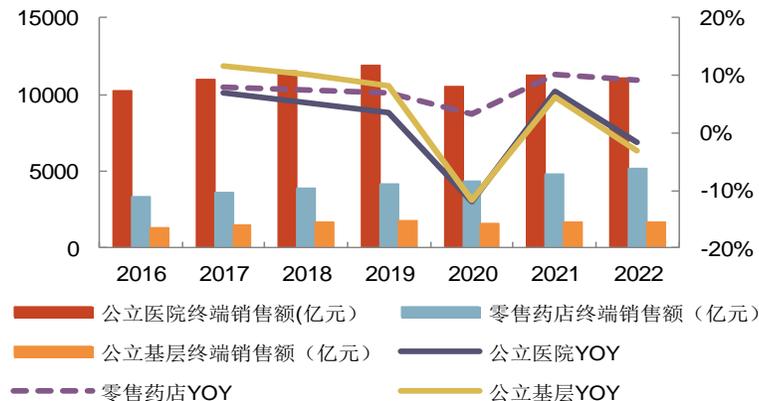
上市时间	列入医保	药品名称	厂家	适应症	药品分类	注册分类	销售增速CAGR
1994	2009版	滋肾育胎丸	广州白云山中一药业有限公司	脾肾两虚，冲任不固所致的滑胎（防治习惯性流产和先兆性流产）。	妇科用药	独家产品	17-22年90%
1995	2009版	麝香保心丸	上海和黄药业有限公司	气滞血瘀所致的胸痹，症见心前区疼痛、固定不移；心肌缺血所致的心绞痛、心肌梗死见上述证候者。	心脑血管用药	独家产品	13-22年10%
1995	2009版	复方丹参滴丸	天士力医药集团股份有限公司	气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；用于治疗2型糖尿病引起的视物昏花、面色晦暗、眼底点片状出血。	心脑血管用药	独家剂型	13-22年3%
1995	2009版	保妇康栓	海南碧凯药业有限公司	湿热瘀滞所致的带下病。	妇科用药	独家剂型	13-22年11%
1996	2009版	松龄血脉康胶囊	成都康弘制药有限公司	肝阳上亢所致的头痛、眩晕、急躁易怒、心悸、失眠；高血压病及原发性高脂血症见上述证候者。	心脑血管用药	独家产品	13-22年1%
1997	2009版	尿毒清颗粒（无糖型）	康臣药业(内蒙古)有限责任公司	慢性肾功能衰竭、氮质血症期和尿毒症早期，以及中医辨证属脾虚湿浊症和脾虚血瘀症者。	泌尿系统用药	独家产品	13-22年10%
1999	2009版	乌灵胶囊	浙江佐力药业股份有限公司	心肾不交所致的失眠、健忘、心烦心悸、神疲乏力、腰膝酸软、头晕耳鸣、少气懒言、脉细或沉无力；神经衰弱见上述证候者等。	神经系统用药	独家产品	15-22年7%
1999	2009版	康莱特软胶囊	浙江康莱特药业有限公司	手术前及不宜手术的脾虚痰湿型、气阴两虚型原发性非小细胞肺癌。	抗肿瘤用药	独家产品	15-22年7%
2002	2009版	四磨汤口服液	湖南汉森制药股份有限公司	婴幼儿乳食内滞证；中老年气滞、食积证；以及腹部手术后促进肠胃功能的恢复。	消化系统疾病用药	独家产品	13-22年4%
2002	2010版	肺力咳合剂	贵州健兴药业有限公司	小儿痰热犯肺所引起的咳嗽痰黄。	呼吸系统疾病用药	独家产品	13-19年11%
2005	2009版	小儿豉翘清热颗粒	济川药业集团有限公司	小儿风热感冒挟滞证	呼吸系统疾病用药	独家产品	13-19年27%
2006	2009版	连花清瘟颗粒	北京以岭药业有限公司	治疗流行性感属热毒袭肺证。	呼吸系统疾病用药	独家产品	13-19年30%
2008	2009版	苏黄止咳胶囊	扬子江药业集团北京海燕药业有限公司	疏风宣肺、止咳利咽。	呼吸系统疾病用药	独家产品	13-19年28%

请务必参阅正文之后的重要声明

3.3 销售达峰较慢，生命周期更长

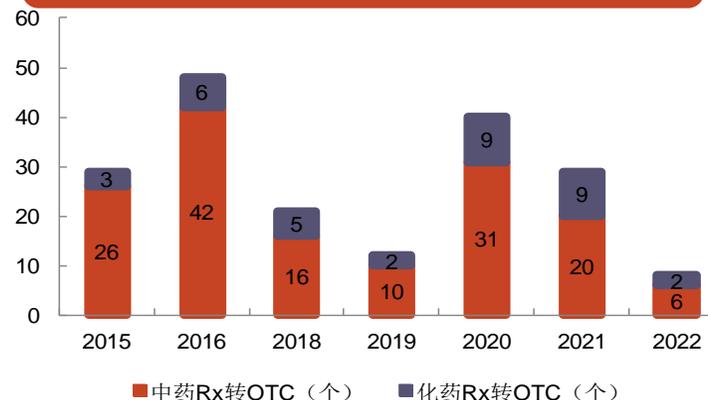
- 中药品种保护制度支持合理的优质优价，给予市场独占期，引导终端需求。
 - 为鼓励研制开发临床有效的中药品种，并对质量稳定、疗效确切的中药品种实行分级保护制度，2022年12月23日国家药监局发布《中药品种保护条例（修订草案征求意见稿）》，将中药品种保护分为三级，一级保护给予十年市场独占，二级保护给予五年市场独占，并给予中药品种保护专用标识。同时规定，**中药品种保护期届满后，如果做出新的显著改进或者提高、符合规定情形的，可以再次获得中药品种保护。**还新增了与基药目录、保险政策的衔接，**国家支持中药保护品种合理的优质优价。**优势品种的终端需求和市场竞争力进一步增强，有利于激发中药创新活力。截至2023年9月8日，药智网数据显示保护期内的存量中药保护品种有71个。
- 中药处方药更容易转为OTC，拥抱广阔的零售市场。
 - 处方药主要在院内销售，难免会面临医保控费的压力，而OTC市场打开了品牌药的规模天花板，增量空间广阔。中药往往具备较强的安全性和自我诊疗属性。成熟的院内中药品种，在积累了充分的临床使用经验和医生患者口碑后，可顺利转战零售渠道，特别对于有消费属性的药品来说，更为顺畅，如百令胶囊、藿香正气口服液等。

图16：全国三大药品销售终端中，零售药店销售额增速最快



资料来源：米内网，光大证券研究所

图17：2015-2022年处方药转OTC的药品以中药为主



资料来源：药监局，光大证券研究所

3.3 销售达峰较慢，生命周期更长

- 化药和生物类创新药上市后销售额快速爬坡，被列入医保目录后2-4年内达峰。
- 近年上市的不少化药和生物类创新药确属于临床急需而市场短缺的药物或者是治疗重大疾病、罕见疾病的药物。我们选取了10款已被列入国家医保2年以上的代表性创新药，发现其上市后的销售爬坡较快，被列入医保目录后2-4年内达峰。其后，随着肿瘤药物的更新迭代和竞争加剧，专利有效期的濒临到期，其销售规模逐步回落。相比之下，慢病药的生命周期稍长。

图18: 艾普拉唑肠溶片5mg

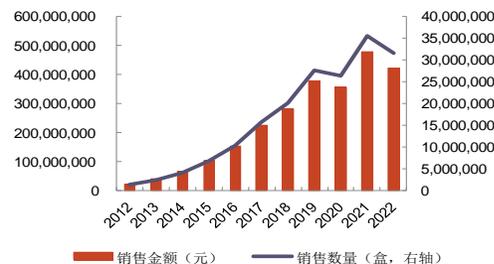


图19: 盐酸埃克替尼片0.125g

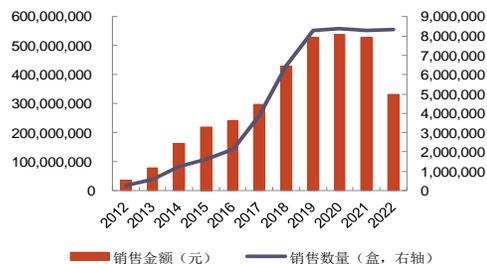


图20: 康柏西普眼用注射液 0.2ml:10mg

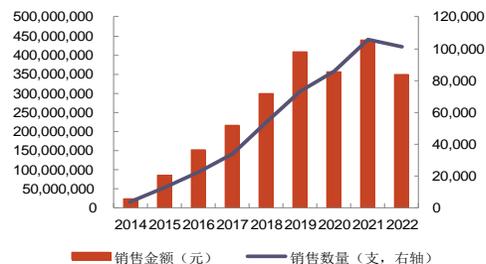


图21: 西达本胺片5mg

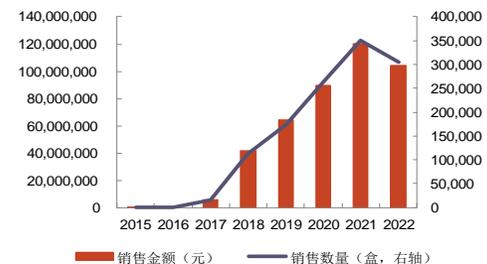


图22: 甲磺酸阿帕替尼片0.25g



图23: 盐酸安罗替尼胶囊12mg

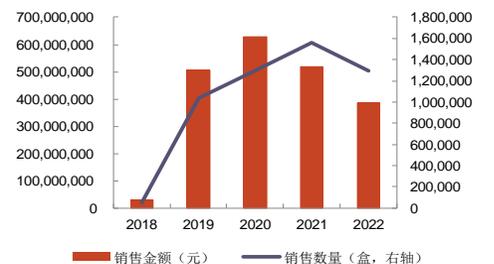


图24: 注射用艾普拉唑钠10mg

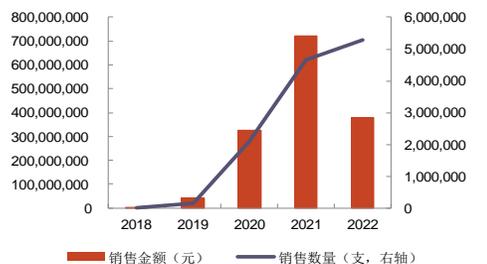


图25: 信迪利单抗注射液 10ml:0.1g

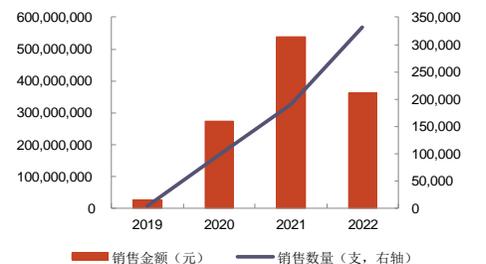


图26: 马来酸吡咯替尼片80mg

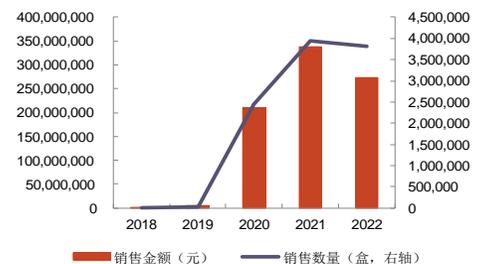
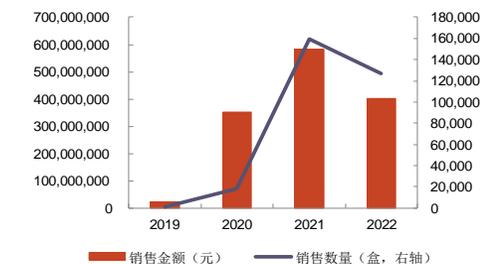


图27: 注射用卡瑞利珠单抗0.2g



资料来源: PDB, 光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

3.3 销售达峰较慢，生命周期更长

表6：近年医保目录中新列入的部分化药和生物创新药的上市时间、列入医保时间和适应症

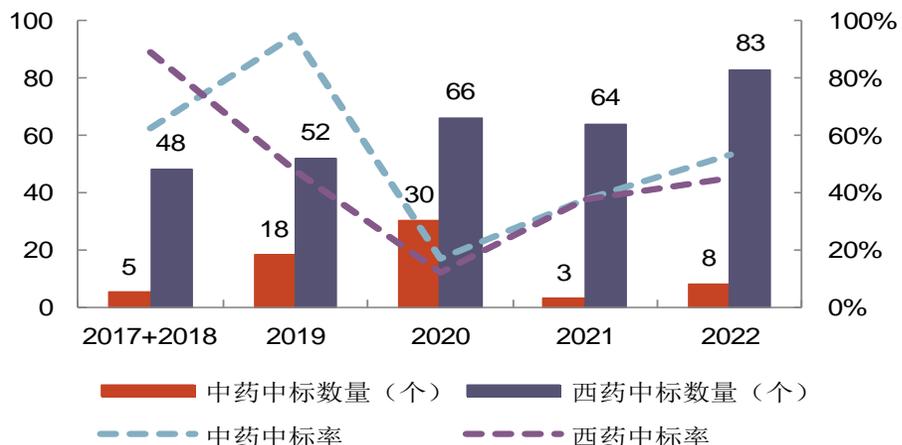
上市时间	列入医保	药品名称	厂家	适应症	药品分类	注册分类
2007	2017版	艾普拉唑肠溶片5mg	丽珠集团丽珠制药厂	十二指肠溃疡; 反流性食管炎	质子泵抑制剂(PPI)	原化学药品1.6类
2011	2017版	盐酸埃克替尼片0.125g	贝达药业股份有限公司	非小细胞肺癌	蛋白酶抑制剂抗肿瘤药	化学药品2.4类
2013	2017版	康柏西普眼用注射液0.2ml:10mg	成都康弘生物科技有限公司	糖尿病黄斑水肿; 湿性年龄相关性黄斑变性; 近视性脉络膜新生血管	感觉器官药物	治疗用生物制品1类
2014	2017版	西达本胺片5mg	深圳微芯生物科技股份有限公司	外周T细胞淋巴瘤; HR阳性乳腺癌	抗肿瘤药及免疫调节剂	化药1.1类
2014	2017版	甲磺酸阿帕替尼片0.25g	江苏恒瑞医药股份有限公司	胃食管交界处癌; 肝细胞癌; 胃癌	抗肿瘤药及免疫调节剂	化药1.1类
2018	2018年抗癌药医保准入专项谈判	盐酸安罗替尼胶囊12mg	正大天晴药业集团股份有限公司	非小细胞肺癌; 腺泡状软组织肉瘤; 透明细胞肉瘤; 髓样甲状腺癌; 非小细胞肺癌; 分化型甲状腺癌	抗肿瘤药及免疫调节剂	化药1.1类
2017	2019版	注射用艾普拉唑钠10mg	丽珠集团丽珠制药厂	消化性溃疡出血	消化道和代谢类药物	化药2类
2018	2019版	信迪利单抗注射液10ml:0.1g	信达生物制药(苏州)有限公司	食管鳞状细胞癌; 肝细胞癌; 鳞状非小细胞肺癌; 胃癌或胃食管交界处癌; 霍奇金淋巴瘤; 非鳞状非小细胞肺癌	抗肿瘤药及免疫调节剂	治疗用生物制品1类
2018	2019版	马来酸吡咯替尼片80mg	江苏恒瑞医药股份有限公司	HER2阳性乳腺癌	抗肿瘤药及免疫调节剂	化药1类
2019	2020版	注射用卡瑞利珠单抗0.2g	苏州盛迪亚生物医药有限公司	食管鳞状细胞癌; 肝细胞癌; 鳞状非小细胞肺癌; 鼻咽癌; 霍奇金淋巴瘤; 非鳞状非小细胞肺癌	抗肿瘤药及免疫调节剂	治疗用生物制品1类

资料来源：医药魔方，光大证券研究所

3.4 医保谈判和集采降价压力较小

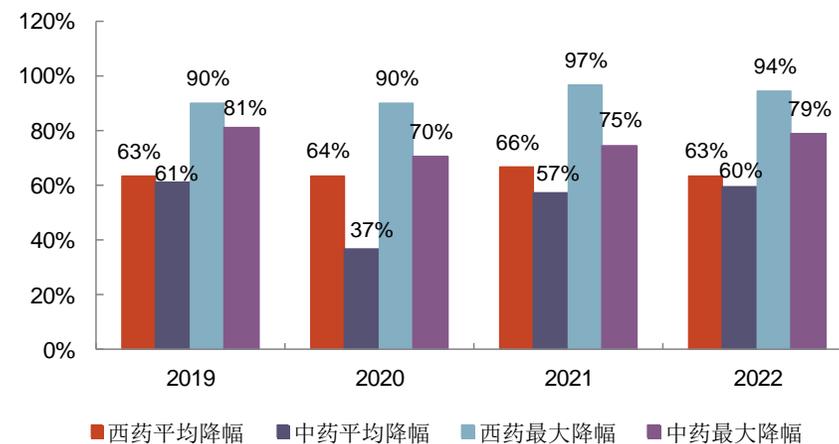
- 中药新药优先纳入医保，鼓励院内配备使用。谈判药品实行简易续约，价格降幅可控。
- 2022年医保目录内的**中成药解除限制品种**有16个。国家医保局于2023年7月21日发布《谈判药品续约规则》，将非独家药品、连续两个协议期（4年）均未调整支付标准和支付范围的独家药品、连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”时间达到8年的药品纳入常规目录管理；对调整医保支付范围但对基金影响预算不大（未超1倍）的独家药品也可以**简易续约**，利好患者数量相对少的新增适应症。简易续约既简化了谈判流程、提高谈判效率，还兼顾药物的经济性和有效性，稳定医保谈判的降价预期，促进新药研发和适应症拓展。

图28：历年医保目录调整时目录外谈判药品中标率和中标数量



资料来源：原人社部，国家医保局，医药魔方，光大证券研究所测算
(注：2018年通过谈判将17种抗癌药列入国家医保目录乙类)

图29：历年医保目录调整时目录外谈判成功药品的价格降幅



资料来源：医药魔方，国家医保局，光大证券研究所测算

3.4 医保谈判和集采降价压力较小

表7：2022年版医保目录内的中成药解除限制品种有16个

药品名称	生产企业	2022版备注	2021版备注
清开灵注射液	神威药业、亚宝药业、白云山等	限二级及以上医疗机构	限二级及以上医疗机构并有急性中风偏瘫患者和上呼吸道感染、肺炎导致的高热患者
参松养心胶囊	以岭药业		限有室性早搏的诊断证据
稳心片（胶囊、颗粒）	步长制药		限有室性早搏、房性早搏的诊断证据
脑心通丸（片、胶囊）	步长制药		限中重度脑梗塞、冠心病心绞痛患者
丹参注射液	康缘药业、华润三九、哈药集团等	限二级及以上医疗机构	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
血塞通注射液	云南白药、葵花药业、珍宝岛、昆药集团等	限二级及以上医疗机构	限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者
注射用血塞通（冻干）	珍宝岛、昆药集团	限二级及以上医疗机构	限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者
血栓通注射液	丽珠集团、梧州制药(中恒集团)、雷允上等	限二级及以上医疗机构	限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者
注射用血栓通（冻干）	梧州制药(中恒集团)	限二级及以上医疗机构	限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者
西黄丸（胶囊）	同仁堂、广誉远、太极集团等		限恶性肿瘤
华蟾素片（胶囊）	东泰制药、华润三九、鑫齐药业等		限恶性肿瘤
平消片（胶囊）	华森制药、宁夏金太阳等		限恶性实体肿瘤
贞芪扶正片（胶囊、颗粒）	甘肃兰药、信邦制药、金马药业等		限恶性肿瘤放化疗血象指标低下
仙灵骨葆胶囊	国药同济堂		限中、重度骨质疏松
仙灵骨葆片（颗粒）	国药同济堂、亚东药业等		限中、重度骨质疏松
金蝉止痒胶囊	重庆希尔安		限荨麻疹

资料来源：医保局，医药魔方，光大证券研究所

3.4 医保谈判和集采降价压力较小

表8：2022年医保谈判成功的8个目录外中药的降价情况

通用名	是否独家	通过的申报条件	生产企业	规格	2022年版医保支付标准	参考降幅 (对比挂网价)
解郁除烦胶囊	是	目录外条件1	以岭药业	每粒装0.4g(相当于饮片1.55g)	1.96元(0.4g相当于饮片1.55g)/粒	NA
坤心宁颗粒	是	目录外条件1	天士力医药	6g*9	9.3元(6g相当于饮片20g)/袋	-72%
七蕊胃舒胶囊	是	目录外条件1	健民药业	0.5g(相当于饮片0.5g)	3.28元(0.5g相当于饮片0.5g)/粒	-58%
芪蛭益肾胶囊	是	目录外条件1	凤凰制药	0.38g(相当于饮片2.86g)	2.36元(0.38g相当于饮片2.86g)/粒	-79%
清肺排毒颗粒	是	目录外条件1,3	片仔癀药业	每袋15g*6	20.6元(15g相当于饮片49g)/袋	-37%
玄七健骨片	是	目录外条件1	方盛制药	0.45g*1	3.1元(0.45g相当于饮片2.83g)/片	-53%
益肾养心安神片	是	目录外条件1	以岭药业	每片重0.4g(相当于饮片1.4g)	2.08元(0.4g相当于饮片1.4g)/片	NA
银翘清热片	是	目录外条件1	康缘药业	每片重0.36g(相当于饮片1.22g)	2.90元(0.36g相当于饮片1.22g)/片	NA

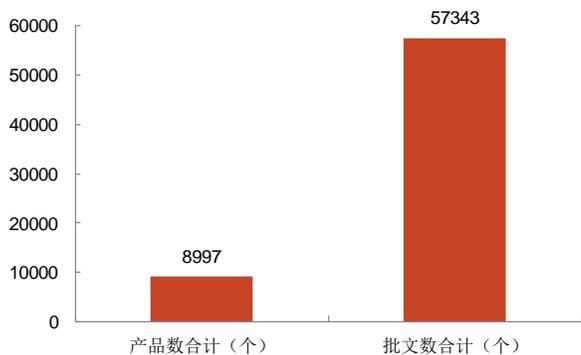
资料来源：医保局，医药魔方，光大证券研究所

3.4 医保谈判和集采降价压力较小

■ 中成药和饮片集采降价幅度较为温和，政策呵护明显。

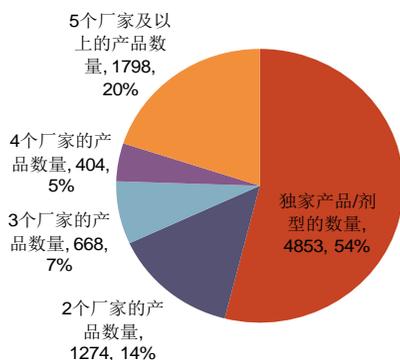
➢ 2018年起，国家组织了九次药品集采，平均降幅为54%。而2021年至今中成药集中带量采购共进行了5次，平均降价幅度为32.5%-49.36%。其中，北京集采包括64个带量联动药品和20个带量谈判药品。2023年5月19日，湖北省医药价格和招标采购管理服务网发布《全国中成药联盟采购公告》，是首个全国范围的中成药集采，其集采规则设计更加完善，参考日均费用、40%降价兜底、增设复活机制，中选规则更加灵活。

图30：中成药产品数量约9000个，存量批文约5.7万个



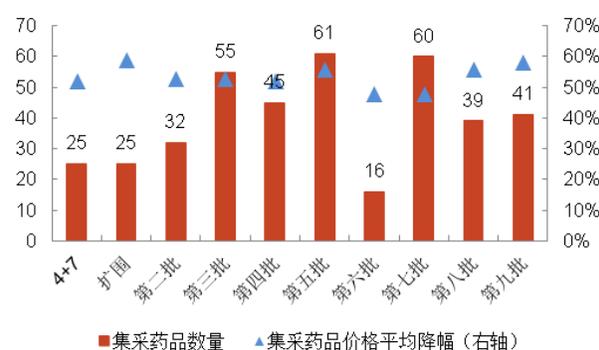
资料来源：国家药监局，光大证券研究所（注：截至2023年03月31日）

图31：中成药产品中独家产品/剂型较多，占比约54%



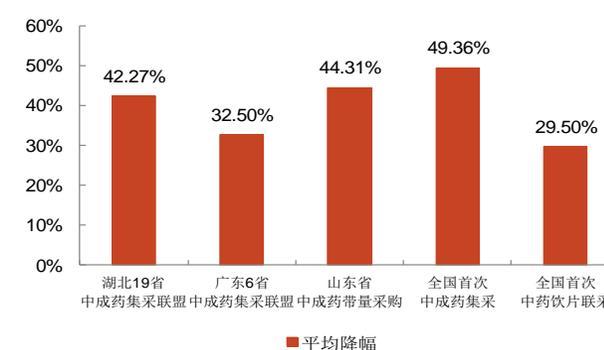
资料来源：国家药监局，光大证券研究所（注：截至2023年03月31日）；单位：个

图32：2018年起，国家药品集采价格降幅平均为53%



资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网，光大证券研究所

图33：2021年至今，中成药和饮片集采降价幅度相对温和



资料来源：湖北省医保局，广东省医保局，山东省医保局，山东互联网中药（材）交易中心，21世纪经济报道，光大证券研究所

3.5 新时代背景下，中药价值需重估

DCF 模型是自由现金流贴现的公式，通用表达式如下： $EV = \sum_{k=1}^{n_1} \frac{FCFF_k}{(1+r)^k} + \frac{TV}{(1+r)^{n_1}}$ ，其中，EV: Enterprise Value，即企业价值； $FCFF_k$: 第 k 年的企业自由现金流；r: 贴现率； n_1 : 第一阶段的持续年份；TV: Terminal Value，最终价值。

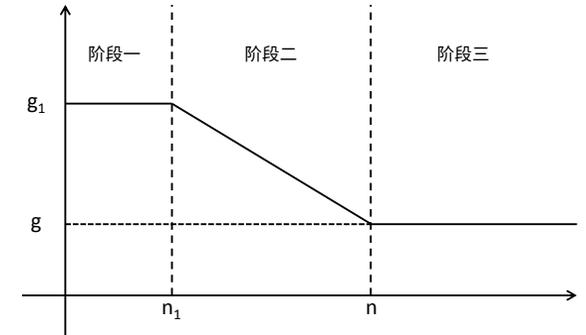
一般而言，DCF 模型有三种简化形式，即固定增长率模型、二阶段增长模型、三阶段增长模型，在此我们采用三阶段增长模型。对于最终价值 TV 的计算，长期成长股可以采用永续增长率模型，假设永续增长率是 g，贴现率为 r，那么最终价值 TV（永续价值）的表达式如下：

$$TV = \frac{FCFF_n * (1 + g)}{1 + r} + \frac{FCFF_n * (1 + g)^2}{(1 + r)^2} + \frac{FCFF_n * (1 + g)^3}{(1 + r)^3} + \dots$$
$$= FCFF_n * \frac{1 + g}{r - g}$$

贴现率 r 可以用公司的 WACC (加权平均资本成本) 代替，A 股医药市场的 WACC 历史中枢在 8-12% 之间，为简便起见，统一假设为 10%。永续增长率 g 近似等于通胀率，统一假设为 3%。在实际投资中，PE 估值可以看做是简化版的 DCF 模型，简化体现在如下两方面：

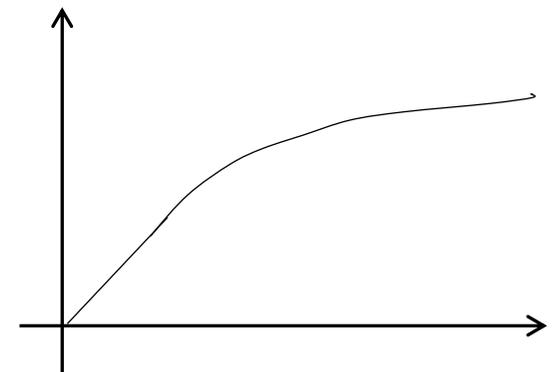
- 1) g_1/g : DCF 模型里面的增速 g_1/g 是自由现金流的增速，我们简化用净利润增速来替代，背后隐含假设是现金流占净利润的比值不变；
- 2) FCFF: 如果现金流状况较好，我们简化用净利润直接代替现金流。

图34：三阶段自由现金流增长模型



资料来源：Sherman Chattiner《普通股定价——原则、目录和应用》，光大证券研究所

图35：模拟中药新药销售额放量曲线



资料来源：光大证券研究所

3.5 新时代背景下，中药价值需重估

- 以三阶段增长模型为例（分为高增长阶段、增长率下滑的转换阶段、稳定增长阶段），假设现金流等于净利润（初始值标准化为1），第一阶段增长率为 g_1 ，第三阶段增长率为 g ，折现率为 r ，高增长阶段的年份为 n_1 ，转换阶段期末的年份为 n 。那么，基于DCF模型可以近似得到PE估值：

$$PE = \sum_{k=1}^{n_1} \frac{(1+g_1)^k}{(1+r)^k} + \sum_{k=n_1+1}^n \left[\frac{FCFF_{k-1}(1+g_k)}{(1+r)^k} \right] + \frac{FCFF_n}{(1+r)^n} * \frac{(1+g)}{(r-g)}$$

$$g_k = g_1 - (g_1 - g) \frac{k - n_1}{n - n_1}, (g_1 > g)$$

- 我们可以基于上述公式计算出不同 g_1 增长率下的合理PE定价，结果如下表所示。2015-2022年我国65岁及以上总人口的复合增长率为5.39%，再叠加中医药服务体系的完善、中药渗透率的提升，我们假设中药行业永续增长率为3%，如果第一阶段增长率为15%，则合理PE为25倍；如果第一阶段增长率为20%，则合理PE为31倍；如果第一阶段增长率为25%，则合理PE为38倍。

表9：三阶段增长模型的参数及结果的敏感性分析

	假设 1: $g_1=15%$					假设 2: $g_1=20%$					假设 3: $g_1=25%$				
	第 K 年	增长率	持续年份	贴现率	PE	第 K 年	增长率	持续年份	贴现率	PE	第 K 年	增长率	持续年份	贴现率	PE
第一阶段	1	15.0%	3	10%	25	1	20.0%	3	10%	31	1	25.0%	3	10%	38
	2					2					2				
	3					3					3				
第二阶段	4	13.0%	6			4	17.2%	6			4	21.3%			
	5	11.0%				5	14.3%				5	17.7%			
	6	9.0%				6	11.5%				6	14.0%			
	7	7.0%				7	8.7%				7	10.3%			
	8	5.0%				8	5.8%				8	6.7%			
	9	3.0%				9	3.0%				9	3.0%			
第三阶段	10	3.0%	N			10	3.0%	N			10	3.0%	N		

资料来源：光大证券研究所测算

3.5 新时代背景下，中药价值需重估

■ 中药创新药受益于医药政策和人口老龄化，有望迎来价值重估。

➤ 中药临床定位丰富、市场空间广阔，在医改政策和行业规范下，质量、安全性和有效性持续提升。受益于人口老龄化和中医药扶持政策，中药院内渗透率有望提高，**行业迎来转型升级的黄金发展期**。与化药和生物创新药相比，中药优势明显：1) 在产业化阶段，研发成本较低，风险相对可控；2) 在商业化阶段，销售达峰较慢，生命周期更长；3) 独家产品竞争格局较好；4) 医保谈判和集采降价压力较小。**我们认为龙头中成药凭借扎实的上市后再研究和学术品牌打造，能够实现永续销售和规模增长。**

表10：中药创新药龙头和白酒、食品、中药OTC代表性公司的估值因素对比

	股票代码	股票名称	商业模式： 扣非ROE (2022年)	成长性： 22-25年净利润预测 CAGR	经济相关性	老龄化受益与否	中医药政策受益	总市值（亿元）	23年PE（倍）
白酒龙头	600519.SH	贵州茅台	32%	17.7%	顺周期	否	否	22486	30
	000858.SZ	五粮液	25%	13.6%	顺周期	否	否	6028	20
	000568.SZ	泸州老窖	33%	24.0%	顺周期	否	否	3136	24
食品龙头	603288.SH	海天味业	24%	8.1%	弱周期	否	否	2126	35
	600887.SH	伊利股份	18%	13.8%	弱周期	弱受益	否	1747	16
	603517.SH	绝味食品	4%	74.5%	弱周期	否	否	208	34
	603345.SH	安井食品	12%	28.1%	弱周期	否	否	341	22
	600436.SH	片仔癀	24%	21.8%	弱周期	强受益	弱受益	1562	51
	600085.SH	同仁堂	12%	20.2%	弱周期	强受益	弱受益	706	40
中药OTC	000999.SZ	华润三九	14%	17.1%	弱周期	弱受益	弱受益	465	16
	000538.SZ	云南白药	8%	22.9%	弱周期	弱受益	弱受益	907	20
	000423.SZ	东阿阿胶	7%	26.5%	弱周期	弱受益	弱受益	319	30
	600750.SH	江中药业	13%	17.1%	弱周期	弱受益	弱受益	134	19
	600129.SH	太极集团	13%	67.3%	弱周期	弱受益	弱受益	249	27
	600329.SH	达仁堂	12%	23.6%	弱周期	强受益	弱受益	223	20
中药创新药	600557.SH	康缘药业	9%	21.6%	弱周期	强受益	受益	107	20
	002603.SZ	以岭药业	23%	6.5%	弱周期	强受益	受益	386	18
	600535.SH	天士力	6%	NA	弱周期	强受益	受益	226	22

4. 中药创新药：注册审评体系重塑和医疗反腐推动院内中成药结构升级



■ 四大难点曾制约中药产业高质量发展，中药企业普遍重营销轻研发。

➤ 中药生产不同于化学合成和生物制备，组方理论独特且成分体系复杂，曾存在四大难点：**道地药材的质量保障、炮制工艺的过程管控、中药批准文号存在历史欠账、临床评价体系不完善**，中成药的安全性和有效性曾饱受社会质疑。由于中药治病对应的是“证候”，且中药治疗体现多靶点、多维度、整体调节等特点，在临床试验的动物模型上很难体现，导致新药审评通过率低。此外，药材基源、物质基础、作用机理、副作用等方面的基础研究也相对滞后。目前中药企业仍以营销驱动为主，研发投入和创新能力不足。2015年7月22日药监局发布文件严查新药临床数据造假，随后新药申报审批数量大幅下降，**2016-2020年中药新药年均申报数量仅为31.6件，年均获批2.6个品种。**

图36：我国71%的中成药批文是地标升国标品种

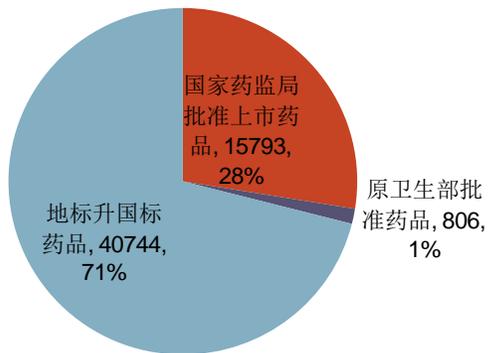
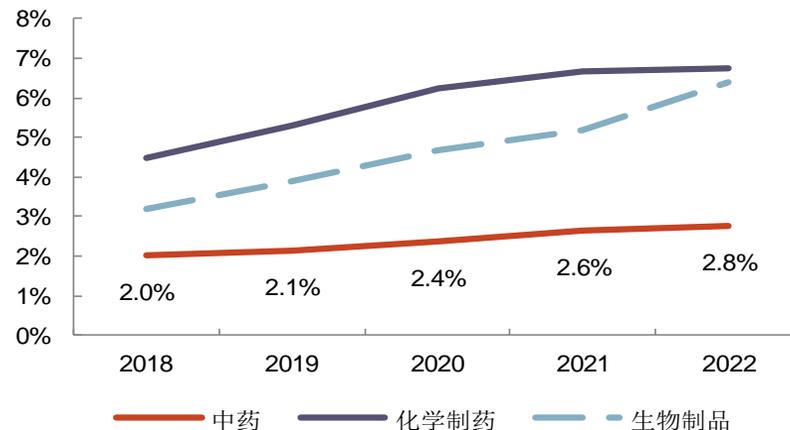


图37：中药企业研发费用率逐年上升，但远低于化药和生物药



资料来源：国家药监局（单位：个，截至2023年3月31日），wind（中药、化学制药、生物制品均为申万二级指数全部成分股，中药上市公司有72家），光大证券研究所

4. 中药创新药：注册审评体系重塑和医疗反腐推动院内中成药结构升级

■ 重塑注册分类和审评证据体系，新药申报数量高增，审评上市加快，优先纳入医保。

- 2020年9月国家药监局发布《中药注册分类及申报资料要求》，不再仅以物质基础作为划分注册类别的依据，而是支持基于中医药理论和中医临床实践经验评价中药的有效性，遵循中药研发规律，发挥特色优势，满足临床需求。国家药监局分别于2022年1月发布《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则（征求意见稿）》、2023年2月发布《中药注册管理专门规定》，构建符合中医药特点的中药审评体系，强调中医药理论、人用经验和临床试验相结合，优化了具有人用经验的中药新药审评技术要求。2021-2022年中药新药的申报数量提升至62/65件，境内中药新药获批上市数量为12/7个，明显提速。
- 中药创新药有望受益于国家鼓励创新的政策，优先纳入医保，实现市场的放量。

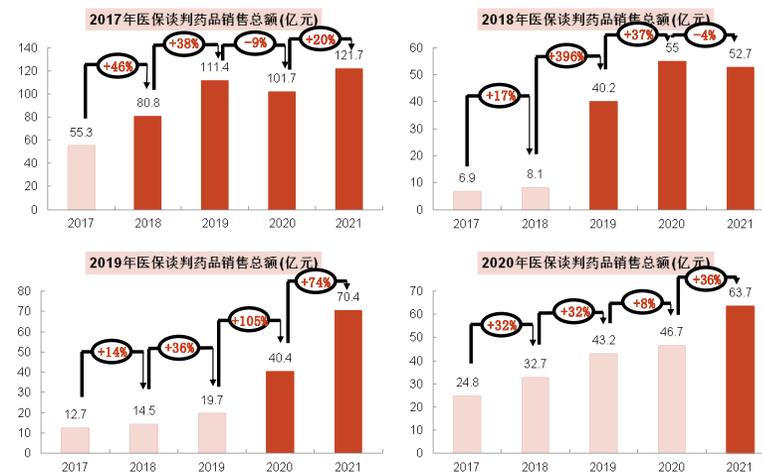
图38：2021-2022年
中药新药申报数量明显提速



图39：2021-2022年
中国境内批准上市中药新药明显提速



图40：药品进入医保后
整体销售额实现大幅度增长



资料来源：国家药监局药品审评中心（含中药创新药和改良型新药），医药魔方，Ryan Partners Interviews & Analysis，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

4. 中药创新药：注册审评体系重塑和医疗反腐推动院内中成药结构升级



- 供给端质量提升，支付端政策倾斜，医疗反腐纠建并举，助推院内中成药结构升级。
- 近年来NMPA、CDE等部门发布了一系列技术指导文件，对中药在药学研究、制剂生产、质量研究、注册分类和申报等多个技术环节进行指导，**重塑了中药安全、疗效评价方法和技术标准**，2020年以来上市的**中药新药陆续涌现标准临床试验**，较存量中成药的质量和疗效水平明显升级，有望进一步获得临床医生的学术认可和使用。
- 《关于促进中医药传承创新发展的意见》《中药注册管理专门规定》等**政策要求加强中药的全生命周期管理**，完善中药说明书的修订，**推动中药批文的供给侧改革**，中药新药和**存量中成药将实现优胜劣汰**。中药创新药受益于国家鼓励创新的政策，优先纳入医保，鼓励入院使用，有望实现销售放量。
- 2023年7月以来全国**医疗反腐**力度空前，旨在**重塑国内药品销售秩序**，中长期利好头部合规企业和临床价值突出、学术能力较强的中药品种。

4. 中药创新药：注册审评体系重塑和医疗反腐推动院内中成药结构升级

表11：2020-2022年中药新药获批上市22个，标准临床试验逐步涌现，超80%的品种已被列入医保

获批时间	药品名称	上市许可持有人	注册分类	获批方式	适应症	药品大类	医保目录情况
2020.3.27	桑枝总生物碱片	五和博澳	原中药5类	随机、双盲、阳性对照药、安慰剂平行对照、多中心临床试验	2型糖尿病	内分泌系统疾病用药	国家2021乙类 国家2022乙类
2020.4.9	筋骨止痛凝胶	康缘药业 (600557.SH)	原中药6.1类	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	膝关节炎肾虚筋脉瘀滞证	骨骼肌肉系统疾病用药	国家2021乙类 国家2022乙类
2020.5.15	连花清咳片	以岭药业 (002603.SZ)	原中药6.1类	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	急性气管-支气管炎中医辨证属热壅肺证	呼吸系统疾病用药	国家2021乙类 国家2022乙类
2021.3.2	宣肺败毒颗粒	步长制药 (603858.SH)	中药3.2类	来源于古代经典名方，由武汉抗疫临床一线众多院士专家筛选出	湿毒郁肺所致的疫病	呼吸系统疾病用药	国家2021乙类 国家2022乙类
2021.3.2	清肺排毒颗粒	中国中医科学院 中医临床基础医学研究所	中药3.3类	来源于古代经典名方，由武汉抗疫临床一线众多院士专家筛选出	寒湿疫毒所致的疫病	呼吸系统疾病用药	国家2022乙类
2021.3.2	化湿败毒颗粒	广东一方制药 (中国中药0570.HK)	中药3.4类	来源于古代经典名方，由武汉抗疫临床一线众多院士专家筛选出	湿毒侵肺所致的疫病	呼吸系统疾病用药	国家2021乙类 国家2022乙类
2021.9.1	益肾养心安神片	以岭药业 (002603.SZ)	中药1.1类	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证	神经系统疾病用药	国家2022乙类
2021.9.14	益气通窍丸	东方华康	中药1.1类	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	季节性过敏性鼻炎中医辨证属肺脾气虚证	五官科用药	NA
2021.11.10	银翘清热片	康缘药业 (600557.SH)	中药1.1类	随机、双盲、阳性对照药、安慰剂平行对照、多中心临床试验	外感风热型普通感冒	呼吸系统疾病用药	国家2022乙类
2021.11.26	玄七健骨片	方盛制药 (603998.SH)	中药1.1类	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	轻中度膝关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证	骨骼肌肉系统疾病用药	国家2022乙类
2021.11.26	坤心宁颗粒	天士力 (600535.SH)	中药1.1类	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	女性更年期综合征中医辨证属肾阴阳两虚证	妇科用药	国家2022乙类
2021.11.26	芪蛭益肾胶囊	凤凰制药	中药1.1类	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	早期糖尿病肾病气阴两虚证	内分泌疾病用药	国家2022乙类
2021.12.16	解郁除烦胶囊	以岭药业 (002603.SZ)	中药1.1类	随机、双盲、阳性对照药、安慰剂平行对照、多中心临床试验	轻中度抑郁症中医辨证属气郁痰阻、郁火内扰证	神经系统疾病用药	国家2022乙类
2021.12.16	虎贞清风胶囊	一力制药	中药1.1类	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	轻中度急性痛性关节炎中医辨证属湿热蕴结证	骨骼肌肉系统疾病用药	2023年医保目录拟 谈判
2021.12.31	七蕊胃舒胶囊	健民集团 (600976.SH)	中药1.1类	随机、双盲、阳性药平行对照、多中心临床试验	轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛	消化系统疾病用药	国家2022乙类
2022.1.10	淫羊藿素软胶囊	北京坤诺基	中药1.2类	随机、双盲双模拟、华蟾素片平行对照、多中心临床试验	肝细胞癌	抗肿瘤用药	2023年医保目录拟 谈判
2022.9.15	广金钱草总黄酮胶囊	人福医药 (600079.SH)	中药1.2类	随机、双盲、安慰剂对照临床试验	输尿管结石中医辨证属湿热蕴结证者	泌尿系统疾病用药	2023年医保目录拟 谈判
2022.10.9	散寒化湿颗粒	康缘药业 (600557.SH)	中药3.2类	NA	寒湿郁肺所致疫病。	呼吸系统疾病用药	2023年医保目录拟 谈判
2022.12.22	黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	康恩贝 (600572.SH)	中药1.2类 (原中药5类)	随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验	心脾积热所致轻型复发性口腔溃疡 (轻型复发性阿弗他溃疡)	口腔溃疡用药	2023年医保目录拟 谈判
2022.12.29	参葛补肾胶囊	新疆华春	中药1.1类	随机、双盲双模拟、阳性对照药、安慰剂平行对照、多中心临床试验	轻、中度抑郁症中医辨证属气阴两虚、肾气不足证	神经系统疾病用药	2023年医保目录拟 谈判
2022.12.29	芪胶调经颗粒	湖南安邦制药	原中药6.1类	随机、双盲、已上市中药平行对照、多中心临床试验	上环所致经期延长中医辨证属气血两虚证	妇科用药	2023年医保目录拟 谈判
2022.12.29	苓桂术甘颗粒	康缘药业 (600557.SH)	中药3.1类	NA	温阳化饮，健脾利湿。用于中阳不足之痰饮。	呼吸系统疾病用药	2023年医保目录拟 谈判

请务必参阅正文之后的免责声明

5. 中药品牌OTC：国企改革延续，品牌价值提升

- 品牌中成药OTC受益于行业产能出清和终端涨价，迎来上行周期。
- 医保控费和药品质量监管趋严推动中成药产能出清。2017年7月全国实施药品零加成，在医保控费、重点监控辅助用药、限输令、新药审批从严等政策影响下，2018-2022年中成药产量整体下降，从2017年384万吨下滑至2022年的245万吨。2020年版《中国药典》全面提升药品质量标准和安全有效性。低质量中药材基地和落后的中药饮片和制剂厂家面临淘汰。
- 异常天气增多和新版药典执行加速供给收缩，在政策鼓励需求扩容下，本轮中药材涨价周期有望延长至2024年上半年。

图41：中成药市场规模整体稳定增长



图42：医保控费和药品质量安全管控加速中成药产能出清



图43：中药材价格指数（综合200）约3-5年一个运行周期



资料来源：Frost &Sullivan（引自百神药业招股书），国家统计局，wind（中药材价格指数截至2023年10月），光大证券研究所

5. 中药品牌OTC：国企改革延续，品牌价值提升

- 中成药OTC企业强化品牌经营和内部管控，行业集中度和毛利率持续提升。
- 2015年至今头部中成药OTC企业的毛利率总体稳步提升，并未受到上游中药材涨价和医保控费、药品质量标准提高带来的明显影响，**成本质量管控能力以及终端溢价能力较强**。针对上游中药材，头部中药企业积极建立核心药材的GAP种植基地，与供应商建立长期稳定的合作关系，有效保障中药材质量及供应并控制生产成本。2021年以来品牌中成药OTC企业陆续提价，顺利实现上游成本的下游传导。

图44：规模以上中成药企业数量在2018年后有所下降

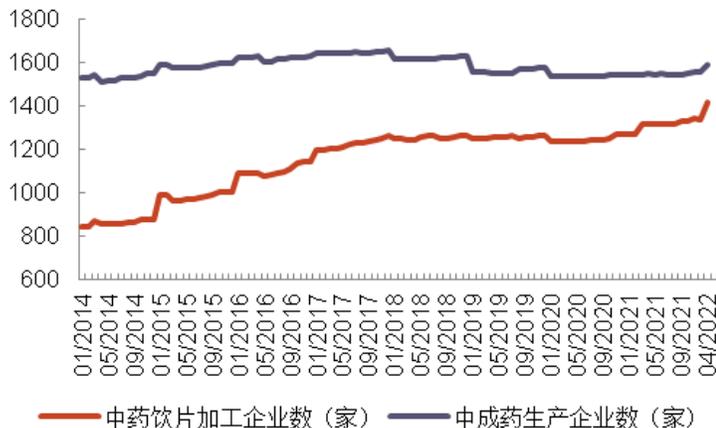


图45：规模以上中药企业集中度在2018年后显著提升

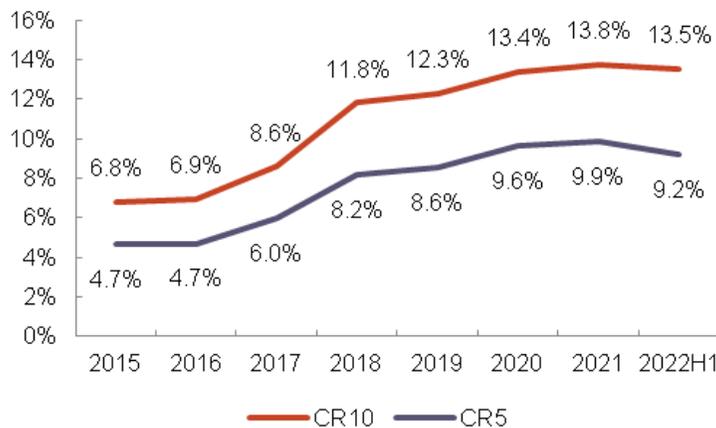
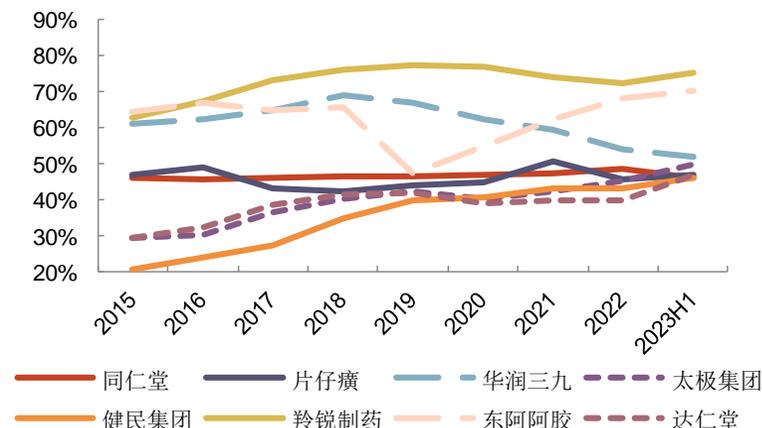


图46：头部中成药OTC企业毛利率稳步提升



资料来源：CEIC中国经济数据库、国家统计局，公司年报，中国医药工业百强系列榜单，wind，光大证券研究所（注：集中度测算以规模以上企业营业收入为统计口径）

5. 中药品牌OTC：国企改革延续，品牌价值提升

■ 央企考核指标优化，推动资产质量和经营效率提高。

➤ 2020-2022年国企改革三年行动已圆满收官，成果丰厚。2022年5月，国资委印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》。2023年1月5日，国资委进一步优化完善央企经营指标体系，用ROE替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率，**更为重视盈利能力和创现能力考核**。党的二十大和中央经济工作会议强调，要深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力。我们认为党和国家高度重视央国企的高质量发展，在“一利五率”的考核机制下，央国企的资产质量和经营效率将得到进一步提升，有望推动估值抬升。

表12：2021-2022年和2023年央企考核指标的变化

指标		2021-2022年		2023年	
考核指标	简称	两利四率		一利五率	
	含义	两利	净利润、利润总额	一利	利润总额
		四率	营业收入利润率、资产负债率、研发投入强度、全员劳动生产率	五率	资产负债率、净资产收益率、全员劳动生产率、研发经费投入强度、营业现金比率
考核要求	简称	两增一控三提高		一增一稳四提升	
	含义	两增	利润总额和净利润增速高于国民经济增速	一增	利润总额增速高于全国GDP增速
		一控	资产负债率保持稳健可控	一稳	资产负债率总体保持稳定
		三提高	营业收入利润率、全员劳动生产率、研发投入强度进一步提高	四提升	净资产收益率、全员劳动生产率、研发经费投入强度和营业现金比率实现进一步提升

5. 中药品牌OTC：国企改革延续，品牌价值提升

■ 国企改革主题投资机会或将贯穿“十四五”。

- ✓ 近年来央国企的治理体系趋于完善，总体经营稳健、发展较快，资产质量较好。部分企业经历资产整合和聚焦主业后，引入现代化企业管理制度，规范经营，加强考核和激励，显著增强企业的经营活力和盈利能力。随着**创建世界一流示范企业的提速扩容**，在创建示范、管理提升、价值创造、品牌引领的“四个专项行动”下，国资国企将抓住机遇整合资源、提质增效，切实提高资产回报水平，同时，也将强化创新驱动和成果转化，推动产业优化升级。建议关注相关公司的**经营基本面改善情况以及外延并购机会**等。

表13：重点A股和H股医中药央企上市公司的市值和估值信息

集团母公司/实控人	公司名称	股票代码	央企/地方国企	申万三级行业分类	市值 (亿元)	市盈率PE(TTM) (倍)	市净率PB(MRQ) (倍)	2022年资产负债率	23H1资产负债率	2022年ROE	23H1 ROE*2
华润医药集团	华润三九	000999.SZ	央企	中药III	465	16	2.5	35%	41%	15%	21%
	东阿阿胶	000423.SZ	央企	中药III	319	30	3.1	18%	17%	8%	10%
	江中药业	600750.SH	央企	中药III	134	20	3.3	28%	26%	15%	23%
	昆药集团	600422.SH	央企	中药III	165	42	3.1	45%	42%	8%	9%
中国医药集团	中国中药	0570.HK	央企	中药III	169	18	0.8	36%	39%	4%	6%
	太极集团	600129.SH	央企	中药III	249	29	6.5	80%	76%	12%	34%
北京国资	同仁堂	600085.SH	地方国企	中药III	706	39	5.5	32%	33%	13%	16%
漳州国资	片仔癀	600436.SH	地方国企	中药III	1562	55	12.0	19%	20%	24%	26%
浙江国资	康恩贝	600572.SH	地方国企	中药III	138	18	1.9	33%	36%	5%	15%
山西国资	广誉远	600771.SH	地方国企	中药III	146	-45	8.5	37%	36%	-21%	1%
兰州国资	佛慈制药	002644.SZ	地方国企	中药III	54	48	3.1	33%	32%	6%	7%
广州政府	白云山	600332.SH	地方国企	中药III	463	11	1.4	55%	52%	13%	17%

6.投资建议：守正创新产业升级，把握中药黄金发展期

■ 投资建议

- 振兴发展中医药是重要的国家战略，政策推动中医药资源扩容和渗透率提升。《“十四五”中医药发展规划》和《中医药振兴发展重大工程实施方案》指明了行业发展的目标任务和行动路线图，从医疗、教育、科研、产业、文化、国际化等方面全方位推动中医药振兴发展，加大投入与机制体制创新并举，压实各方责任，确保落地执行，产业和文化繁荣可期。随着医疗资源的持续扩容，中医药渗透率有望提升，行业将迎来长足发展。
- 产业加速转型升级，四大优势价值重估。中药临床定位丰富、市场空间广阔，在医改政策和行业规范下，质量、安全性和有效性持续提升。受益于人口老龄化和中医药扶持政策，行业迎来转型升级的黄金发展期。新时达背景下，与化药和生物药相比，中药优势明显：
 - 1) 在产业化阶段，中药创新药的研发投入和时间成本较低，且在中医药理论和人用经验的加持下，研发风险更低；
 - 2) 在商业化阶段，中药创新药销售达峰较慢，但生命周期更长；
 - 3) 受益于中药品种保护和专利保护政策，独家产品竞争格局较好；
 - 4) 医保国谈和药品集采降价压力较少。我们认为龙头中成药凭借扎实的上市后再研究和学术品牌打造，能够实现永续销售和规模增长。
- 长期来看，在人口老龄化、疾病谱变迁以及国家层面政策扶持、力推国际化等发展背景下，中医药行业成长空间巨大。传统中药企业传承创新、提质增效，中药创新药转型升级、加速获批纳入医保，院内外市场齐头并进，共创高质量发展。建议关注3类投资机会：
 - 1) 中药品牌OTC：国企改革持续推进，资产质量和经营效率不断提高。鉴于龙头中药OTC企业主要为国企，在国企改革时代背景下，经营基本面普遍向好，品牌价值得到提升，呈现龙头集中的态势。重点推荐：太极集团、同仁堂，建议关注：昆药集团、江中药业、达仁堂、东阿阿胶等；
 - 2) 中药创新药：注册分类和审评证据体系重塑后，中药新药申报数量高增，审评上市加快，优先被纳入医保。供给端质量将不断提升，在支付端政策倾斜和医疗反腐纠建并举的背景下，院内中成药市场转型升级可期。重点推荐：康缘药业、以岭药业、天士力等，建议关注：济川药业；
 - 3) 中医诊疗：“三医”联动改革深化，国家推进中西医协同，鼓励中医药人才培养，广泛弘扬中医药文化，中医诊疗行业迎来黄金发展期。建议关注：固生堂（H）、同仁堂。

■ 医药产业政策风险

➢ 医药行业受政府政策影响较大，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。

■ 药品集采降价风险

➢ 医药行业招标降价、医保政策调整、药品集采等措施的实施，直接影响到药品生产企业的业绩。

■ 新药研发失败风险

➢ 药品研发注册需要经过临床前研究、临床试验审批、临床试验、生产审批等阶段，研发投入大、开发周期长、具有一定的研发风险。随着监管部门对药物临床试验的要求不断提高，创新度越高的产品，其研发风险也越大。若药品研发失败或者新产品最终未能通过注册审批，将影响前期投入的回收和效益的实现。

■ 中药材涨价风险

➢ 中药材多为自然生长、季节采集，产地分布带有明显的地域性，其产量与品质会受自然气候、土壤条件以及采摘、晾晒、加工方法的影响，价格易受到供给和需求端的波动影响。

衷心 感谢

光大证券研究所



医药生物研究团队

黄素青

- 📄 执业证书编号: S0930521080001
- 📧 邮件: huangsuqing@ebcn.com
- ☎ 联系电话: 021-52523570

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。