

证券研究报告

2023年09月14日

行业报告 | 行业专题研究

医药生物

# 中药行业2023年中期业绩总结

作者：

分析师 杨松 SAC执业证书编号：S1110521020001



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要：疫情催化+内部管理改善带动2023H1业绩高增

□ 中药板块整体业绩实现高增，板块内部经营趋势一致向好

□ 中药板块合计63家上市公司（未纳入ST/\*ST股等），2023H1板块整体营业收入同比增长14.54%；归母净利润同比增长41.55%；扣非归母净利润同比增加34.65%。2023H1中药公司普遍呈现积极变化，板块内部经营趋势向好。我们认为中药公司通过内部架构调整、营销改革、产品拓展等变化带来的边际改善有望持续兑现：

□ 1) 品牌OTC：2023H1营收同比+17.69%；归母净利润同比+32.60%；扣非归母净利润同比+33.89%；

□ 2) 院内中药：2023H1营收同比+7.72%；归母净利润同比+48.47%；扣非归母净利润同比+27.55%；

□ 3) 消费中药：2023H1营收同比+17.53%；归母净利润同比+51.32%；扣非归母净利润同比+45.22%。

□ 行业投资策略：2023年6月以来，中药板块估值已得到充分调整，同时行业利空政策如中成药集采等陆续出清。疫情相关品种需求逐步回归常态化下，我们建议战略重视板块内部结构性机会，建议关注自身产品力强+内部改善明确的个股。

□ 中药行业核心的优势是政策支持下需求持续向好，我们建议从中期维度去看待企业的变化趋势，建议关注：

➢ 中药OTC：自主提价权下看好具备较强品牌力及管理改善预期的龙头企业：华润三九、九芝堂、葵花药业、太极集团、羚锐制药、江中药业、健民集团、贵州百灵、康恩贝、桂林三金；

➢ 消费中药：疫后保健需求旺盛，建议关注具备提价预期相关标的：同仁堂、东阿阿胶、寿仙谷、广誉远、片仔癀、云南白药；

➢ 院内中药：医药反腐环境下，建议关注具备较强产品力+研发实力的龙头标的：济川药业、康缘药业、方盛制药、以岭药业、贵州三力、新天药业、盘龙药业、天士力、一品红；

风险提示：政策波动的风险，个别公司业绩不及预期，市场震荡风险，新冠疫情进展具有不确定性。

# 中药：2023H1业绩高增，疫情催化+内部管理改善，经营趋势长期向好

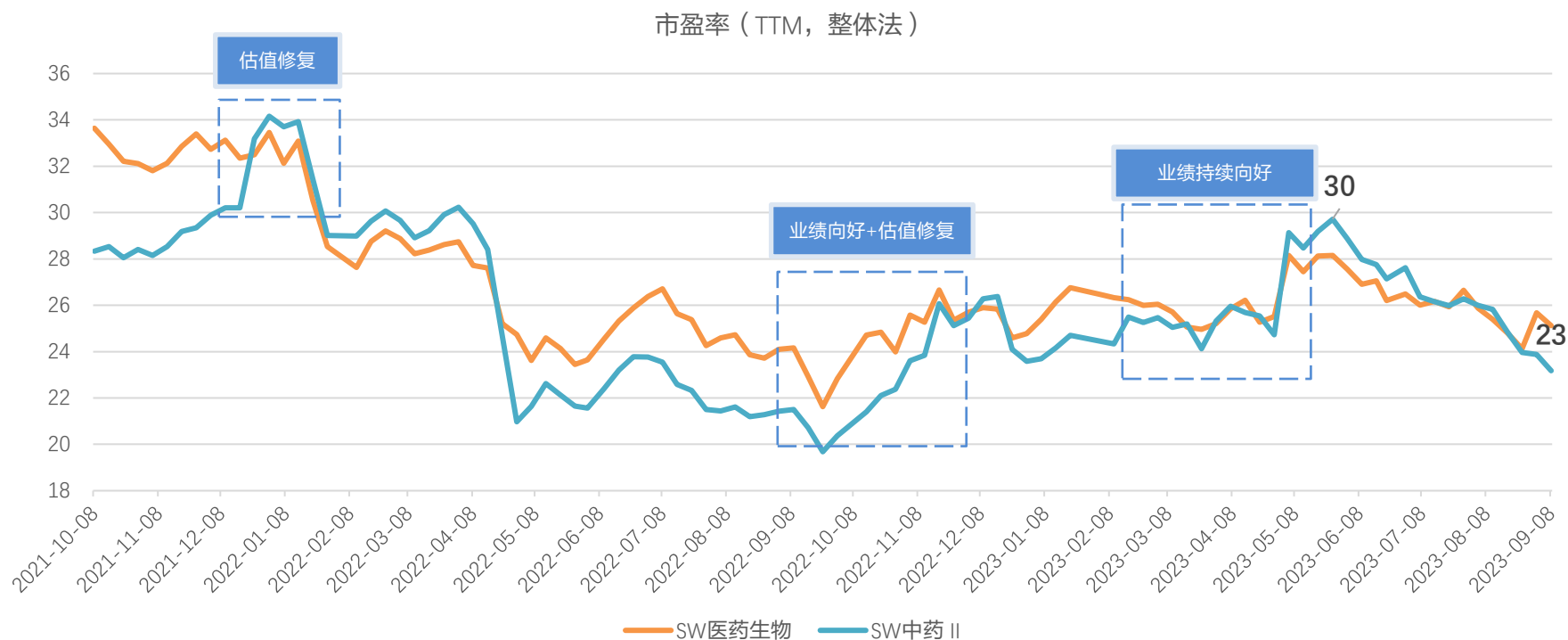
- 2023H1中药板块业绩高增，盈利能力持续优化。中药板块合计63家上市公司（未纳入ST/\*ST股等），2023H1板块整体营业收入同比增长14.54%；归母净利润同比增长41.55%；扣非归母净利润同比增加34.65%，预计与部分公司产品销售受疫情短期带动有关。
- 2023H1 板块整体毛利率为 45.65%，同比增长 1.09pct；部分重点上市公司持续深化降本增效，精细化管理成效显著，板块期间费用率为32.41%，同比下降0.39pct，盈利能力持续得到优化。
- 中药公司普遍呈现积极变化，板块内部经营趋势一致向好。我们认为中药公司通过内部架构调整、营销改革、产品拓展等变化带来的边际改善有望持续兑现，各细分赛道经营趋势一致向好：
  - 1) 品牌OTC：2023H1营收同比+17.69%；归母净利润同比+32.60%；扣非归母净利润同比+33.89%；
  - 2) 院内中药：2023H1营收同比+7.72%；归母净利润同比+48.47%；扣非归母净利润同比+27.55%；
  - 3) 消费中药：2023H1营收同比+17.53%；归母净利润同比+51.32%；扣非归母净利润同比+45.22%。

表：中药行业主要财务指标情况（百万元）

	2023H1	2022A	2022H1	2021A	2020A	2019A
营业收入	190939	338594	166704	322251	294984	301645
同比增速	14.54%	5.07%	2.75%	9.24%	-2.21%	12.14%
毛利率	45.65%	44.43%	44.56%	45.12%	44.47%	46.11%
销售费用率	23.20%	23.85%	22.88%	24.70%	24.51%	26.80%
管理费用率	7.00%	8.14%	7.47%	8.17%	7.99%	5.41%
研发费用率	2.21%	2.78%	2.45%	2.68%	2.46%	2.19%
归母净利润	24298	27469	17166	30917	28309	26072
同比增速	41.55%	-11.15%	-10.56%	9.21%	8.58%	-3.79%
扣非净利润	22641	25312	16815	24441	21789	20655
同比增速	34.65%	3.56%	-0.48%	12.17%	5.49%	-9.46%
应收账款	78264	69334	70173	61925	54331	59628
经营性现金流	16978	56689	24101	42600	34567	31435
经营性现金流/净利润	66.86%	197.80%	136.25%	132.26%	119.03%	4%

## 中药：板块估值调整已较为充分

- 板块估值调整已较为充分。自2023年6月份起，中药板块估值持续调整，当前估值约23x，相较于医药板块，处于中低位区间。
- 整体看好中药板块机会，我们认为中药板块内部普遍呈现积极变化，长期业绩趋势向好，叠加外部环境支持，估值有望修复。

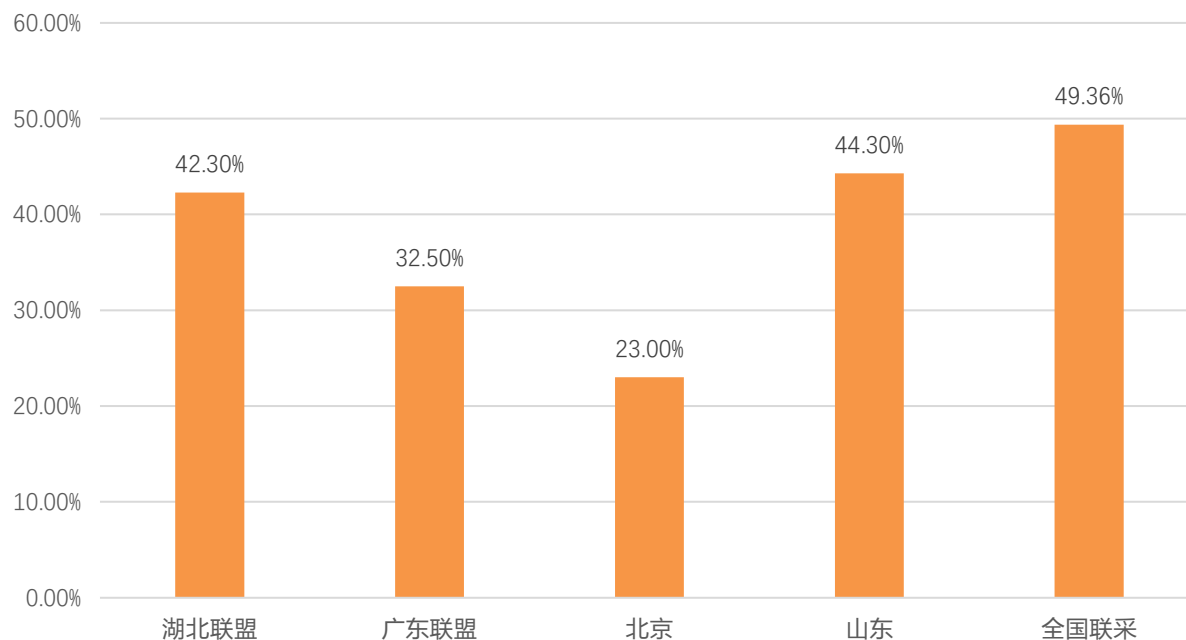


资料来源：wind，天风证券研究所

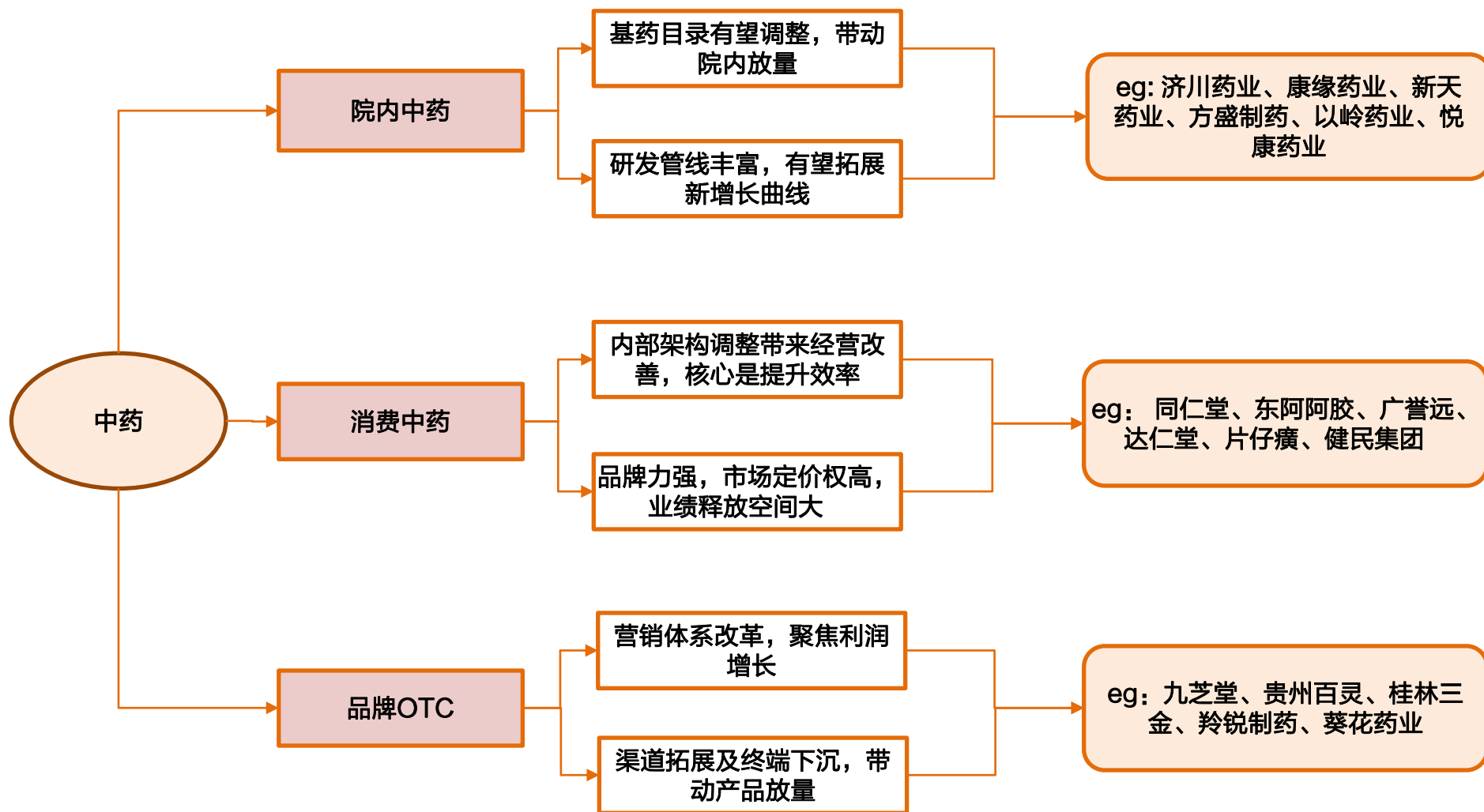
## 中药行业政策：利空因素陆续出清，中成药全国集采降幅相对温和

- 2023年7月，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（第5号）》。在本轮中成药集采中，共有86家企业和95个报价代表品参与竞标。最终，有63家企业和68个报价代表品被选中，中选率高达71.6%。被选中的品种平均价格下降了49.36%，最高下降幅度为76.8%，最低下降幅度为14.5%。降幅相较之前区域集采降幅差异不大，整体较为温和。
- 市场竞争格局有望维持稳定，看好龙头企业份额进一步扩大。本次集采降幅越高，获得采购量越大，原有市场份额占比大的企业优势更为明显。若为直接拟中选企业的产品，同竞价单元内降幅最高的中选产品按100%采购需求量分配给对应的医药机构。

已开展的中成药集采平均降幅对比



# 中药：板块个股普遍呈现积极变化，业绩趋势向好



资料来源：米内网公众号，各公司公告，天风证券研究所

# 品牌OTC：疫情催化下需求高增，看好市场长期扩容

- **疫情催化+部分产品提价，品牌OTC企业实现量价齐升。**品牌OTC合计24家上市公司（未纳入ST/\*ST股等），2023H1品牌OTC板块整体营收同比增长17.69%；归母净利润同比增长32.60%；扣非归母净利润同比增长33.89%。主要系疫情政策优化下，清热、感冒、退热等品种终端需求高增，部分重点公司业绩增长较快。同时2022年重点品牌OTC企业部分产品进行了提价，带动2023H1业绩实现量价齐升。
- **盈利能力持续提升，经营优化成效持续兑现。**2023H1品牌OTC企业整体毛利率为41.18%，同比增长2.57pct；销售费用率21.41%，同比增长1.42pct，我们认为主要系疫情政策优化后营销活动逐步恢复所致；管理费用率5.97%，同比下降0.33pct；研发费用率1.60%，同比下降0.19pct，经营优化成效持续兑现。
- **品牌OTC市场有望长期扩容。**OTC中成药在疫情防控中发挥了重要作用，疫后随着国民健康关注度的提升和自主用药意识的增强，一些以滋补保健类、胃肠调理类OTC产品需求有望增加，带动市场长期扩容。

表：品牌OTC企业主要财务指标情况（百万元）

	2023H1	2022A	2022H1	2021A	2020A	2019A
营业收入	96376	163773	81891	151896	134817	141704
同比增速	17.69%	7.82%	5.56%	12.67%	-4.86%	24.42%
毛利率	41.18%	38.36%	38.67%	38.57%	37.26%	40.29%
销售费用率	21.41%	20.99%	19.99%	21.58%	21.20%	23.87%
管理费用率	5.97%	6.95%	6.30%	7.05%	6.98%	4.99%
研发费用率	1.60%	2.01%	1.79%	2.08%	1.90%	1.65%
归母净利润	10873	13639	8200	13307	10226	9732
同比增速	32.60%	2.49%	-2.61%	30.13%	5.08%	-8.95%
扣非净利润	10114	11957	7554	9578	7885	7657
同比增速	33.89%	24.84%	3.53%	21.46%	2.99%	-11.60%
应收账款	38399	30877	31778	26114	24755	25821
经营性现金流	4104	22880	7524	17654	12173	15626
经营性现金流/净利润	36.05%	160.08%	88.05%	127.22%	114.22%	16%

# 品牌OTC：终端需求高增，自主提价权下看好龙头持续增厚业绩

- **中成药OTC终端市场高增。**根据米内网数据，2022年城市实体药店中成药TOP20产品合计销售额超过300亿元，其中有13个产品年销超10亿，同比2021年增加5个。阿胶以超50亿元领跑，连续多年蝉联销冠；安宫牛黄丸紧接在后，销售额首次突破40亿元；感冒灵颗粒排位第三，2022年销售额同比增长37%。
- **品牌力决定价格，自主提价权下看好龙头OTC企业持续增厚业绩。**OTC基本由企业自主定价，品牌力成为和下游议价权的核心因素，龙头企业有望借助优势进一步增厚业绩。

表：2022年中国城市实体药店终端中成药TOP20产品

排名	产品名称	销售额	增长率	治疗大类	其他
1	阿胶	51亿+	-0.26%	补气补血类用药	OTC乙类(双跨)
2	安宫牛黄丸	40亿+	9.49%	心脑血管疾病用药	医保甲类、基药
3	感冒灵颗粒	29亿+	37.07%	呼吸系统疾病用药	OTC甲类
4	连花清瘟胶囊	26亿+	163.02%	呼吸系统疾病用药	医保甲类、OTC甲类、基药、独家
5	藿香正气口服液	24亿+	52.78%	消化系统疾病用药	医保甲类、OTC甲类(双跨)、基药
6	京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	16亿+	32.79%	呼吸系统疾病用药	OTC甲类(双跨)、独家
7	健胃消食片	15亿+	2.16%	消化系统疾病用药	医保乙类、OTC甲类
8	片仔癀	13亿+	33.90%	消化系统疾病用药	OTC甲类(双跨)、独家
9	舒筋健腰丸	12亿+	7.21%	骨骼肌肉系统疾病用药	OTC甲类(双跨)、独家
10	板蓝根颗粒	11亿+	25.99%	呼吸系统疾病用药	医保甲类、OTC乙类、基药
11	肠炎宁片	11亿+	15.73%	消化系统疾病用药	医保乙类、OTC甲类(双跨)、独家
12	小柴胡颗粒	11亿+	68.58%	呼吸系统疾病用药	医保甲类、OTC甲类
13	蓝芩口服液	10亿+	16.81%	呼吸系统疾病用药	医保乙类、OTC乙类、独家
14	复方感冒灵颗粒	9亿+	29.19%	呼吸系统疾病用药	医保乙类、OTC甲类(双跨)
15	蒲地蓝消炎片	9亿+	32.72%	呼吸系统疾病用药	OTC甲类(双跨)
16	双黄连口服液	8亿+	35.18%	呼吸系统疾病用药	医保甲类、OTC甲类(双跨)、基药
17	急支糖浆	7亿+	97.82%	呼吸系统疾病用药	医保乙类、OTC甲类(双跨)、基药、独家
18	益安宁丸	7亿+	5.08%	补气补血类用药	OTC甲类(双跨)、独家
19	蒲地蓝消炎口服液	7亿+	19.09%	呼吸系统疾病用药	独家
20	复方丹参滴丸	7亿+	14.83%	心脑血管疾病用药	医保甲类、基药、独家



# 院内中药：院内复苏带动业绩高增，政策支持下中药新药审批有望加速

- **院内复苏带动业绩高增。**院内中药板块合计33家上市公司（未纳入ST/\*ST股等），2023H1整体营业收入同比增长7.72%；归母净利润同比增长48.47%；扣非归母净利润同比增长27.55%。
- **研发投入维持稳健，政策优化下中药新药审批有望进一步加速。**2023H1院内中药公司研发费用率3.96%，同比小幅下降0.26pct，显著高于中药板块平均研发费用率（2.21%）。
- 2023年2月，国家药监局发布《中药注册管理专门规定》。2023H1，国家药监局批准1个中药创新药上市许可，与2022年同期批准数量相同；CDE受理上市许可申请的中药品种11个，同比增长175%；中药新药审批有望进一步加速。
- **新版基药目录调整值得期待。**新版基药目录调整已被纳入2023年重点工作任务之一，同时2023年3月，国家卫健委在《对十三届全国人大五次会议第1996号建议的答复》中指出，进一步提高基药目录中成药占比，体现“中西医并重”，中成药占比有望继续提升。

表：院内中药公司主要财务指标情况（百万元）

	2023H1	2022A	2022H1	2021A	2020A	2019A
营业收入	56245	108400	52212	105886	102933	106554
同比增速	7.72%	2.37%	0.43%	2.87%	-3.40%	6.60%
毛利率	58.15%	57.61%	56.89%	58.89%	57.99%	58.15%
销售费用率	32.30%	33.38%	32.37%	35.33%	34.12%	35.30%
管理费用率	10.10%	11.16%	10.46%	10.73%	10.22%	5.83%
研发费用率	3.96%	4.72%	4.22%	4.29%	3.91%	3.34%
归母净利润	7438	6271	5010	10822	9637	9986
同比增速	48.47%	-42.05%	-29.18%	12.30%	-3.50%	20.89%
扣非净利润	6655	5704	5218	7706	8315	8751
同比增速	27.55%	-25.98%	-11.49%	-7.33%	-4.99%	30.06%
应收账款	26852	25928	26857	25369	22272	27320
经营性现金流	5694	17893	7204	12655	13941	13363
经营性现金流/净利润	76.91%	290.24%	145.65%	116.37%	149.22%	23%

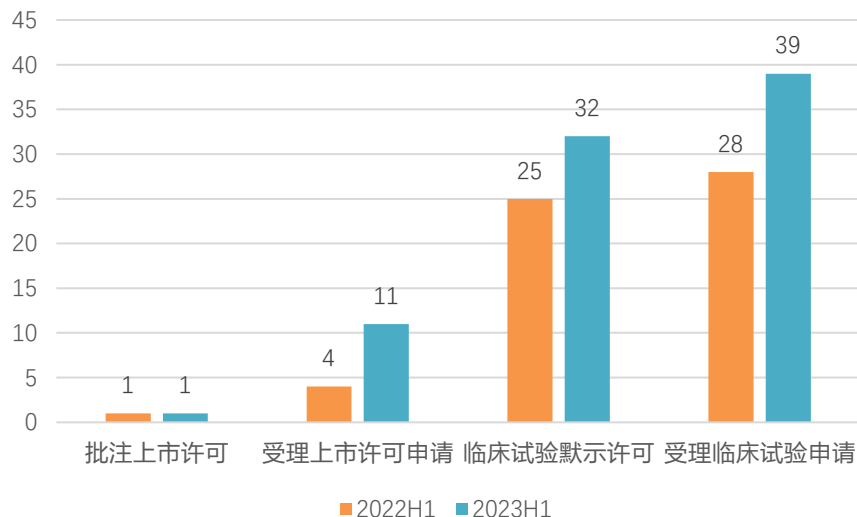
资料来源：wind，各公司公告，苍穹-米内网公众号，天风证券研究所

## 中药审评审批加速：中药新药上市申请数量、批准数量持续增加

□ 7月1日，《中药注册管理专门规定》正式实施，进一步落实加快推进完善中医药理论、人用经验和临床试验相结合（简称“三结合”）的中药审评证据体系，中药新药研发有望迎来收获期。

□ 2023H1，国家药监局批准了1个中药创新药上市许可，与2022年上半年批准数量相同；CDE受理上市许可申请的中药品种11个，同比增长175%；获得CDE临床试验默示许可的中药品种（不含原料药）32个（包括按原6类注册申请的盆炎康宁胶囊），同比增长28%；CDE受理临床试验申请的中药品种（不含原料药）39个，同比增长39%。

图：2022H1、2023H1中药审评审批进展对比



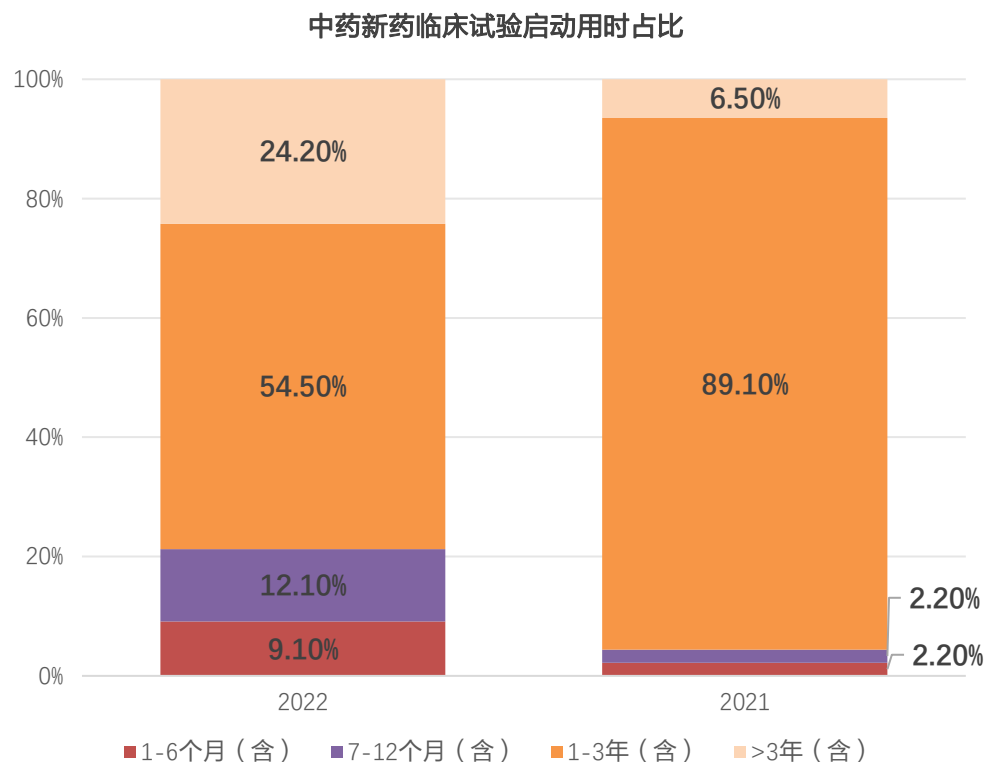
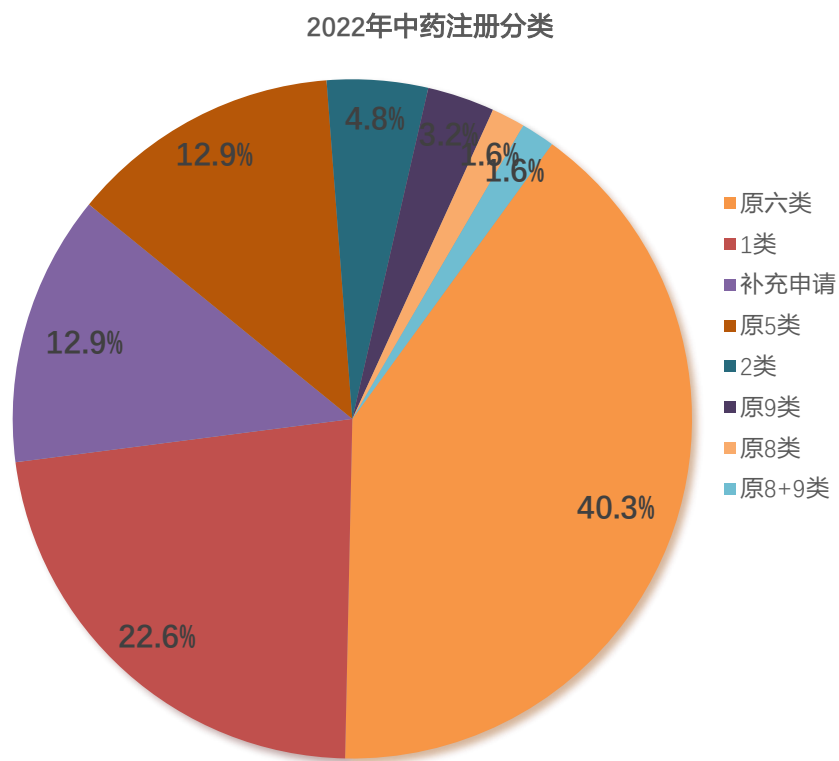
表：2023年上半年CDE受理上市许可申请的中药品种

序号	药品名称	注册分类	企业名称	承办日期
1	温经汤颗粒	3.1	华润三九医药股份有限公司 合肥华润神鹿药业有限公司	2023/06/28
2	济川颗粒	3.1	江苏康缘药业股份有限公司	2023/05/25
3	芍药甘草颗粒	3.1	神威药业集团有限公司	2023/04/28
4	桃红四物汤颗粒	3.1	瑞阳制药股份有限公司	2023/04/17
5	玄黄润通片	1.1	湖南时代阳光药业股份有限公司	2023/03/28
6	苓桂术甘汤颗粒	3.1	浙江康恩贝制药股份有限公司	2023/02/11
7	荆门上清丸	1.1	湖北齐进药业有限公司 葵花药业集团(襄阳)隆中有限公司	2023/02/09
8	枇杷清肺颗粒	3.1	吉林敖东洮南药业股份有限公司	2023/01/28
9	小儿鼓翘清热糖浆	2.2	济川药业集团有限公司	2023/01/28
10	百令胶囊	4	浙江佐力药业股份有限公司	2023/01/11
11	诺丽通颗粒	1.1	广东方盛健盟药业有限公司 湖南方盛制药股份有限公司	2023/01/07

资料来源：医药经济报前沿观察公众号，CDE官网，药智数据，天风证券研究所

# 中药审评审批加速：中药临床试验启动明显加速

- 据2022年中国药品审评报告数据显示，2022 年中药共登记 62 项临床试验，主要以原注册分类6类为主，占比为40.3%，其次为1类，占比为 22.6%。
- 2022年中药新药1 年内启动受试者招募的比例（21.2%）明显高于 2021 年（4.4%）。



资料来源：国家药监局，天风证券研究所

# 消费中药：疫后保健需求旺盛，高定价权有望带动量价齐升

- **疫后中药消费品需求旺盛，板块业绩高增。**以同仁堂、片仔癀、东阿阿胶等为代表的6家品牌中药消费品企业业绩呈现稳健的复苏趋势，2023H1整体营业收入同比增长17.53%；归母净利润同比增长51.32%；扣非归母净利润同比增长45.22%。
- **坚持大品种战略，聚焦核心品种，营运能力持续提升。**2023H1毛利率38.56%，同比下滑1.01pct，我们预计主要系中药原材料价格上涨所致。2023H1板块销售费用率14.34%，同比下降0.62pct；管理费用率5.08%，同比下降0.52pct；研发费用率1.20%，同比下降0.07pct；规模效应下营运能力有望持续提升。
- **核心品种壁垒较强，高市场定价权下有望带动量价齐升。**2023年5月份，片仔癀主导产品片仔癀锭剂国内市场零售价格从590元/粒上调到760元/粒，供应价格相应上调约170元/粒，有望进一步对冲成本上涨压力，带动量价齐升。

表：消费中药企业主要财务指标情况（百万元）

	2023H1	2022A	2022H1	2021A	2020A	2019A
营业收入	38318	66420	32601	64469	57234	53387
同比增速	17.53%	3.03%	-0.21%	12.64%	7.21%	-3.20%
毛利率	38.56%	37.92%	39.57%	37.94%	37.14%	37.52%
销售费用率	14.34%	15.37%	14.96%	14.60%	15.03%	17.61%
管理费用率	5.08%	6.12%	5.60%	6.60%	6.36%	5.72%
研发费用率	1.20%	1.50%	1.27%	1.44%	1.16%	1.33%
归母净利润	5987	7558	3956	6787	8446	6354
同比增速	51.32%	11.36%	7.00%	-19.64%	32.93%	-22.05%
扣非净利润	5872	7652	4044	7157	5588	4247
同比增速	45.22%	6.91%	9.15%	28.07%	31.57%	-42.80%
应收账款	13013	12529	11537	10443	7304	6487
经营性现金流	7179	15916	9373	12291	8452	2446
经营性现金流/净利润	108.73%	194.06%	223.30%	164.80%	93.51%	-60%

资料来源：wind，各公司公告，天风证券研究所

# 消费中药：核心产品增长稳健，高定价权下有望实现量价齐升

表：2018-2023H1部分中药公司核心品种增长情况

核心品种（单位：百万元）	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
东阿阿胶：阿胶系列	6,316.80	2,043.15	2,789.70	3,394.99	3,698.91	1,941.54
yoy		-67.66%	36.54%	21.70%	8.95%	21.80%
广誉远：精品中药系列	213.19	109.16	230.36	161.30	228.96	185.50
yoy		-48.80%	111.03%	-29.98%	41.95%	20.60%
同仁堂：前五大品种	4506.66	4327.4	4917.97	4116	4503.72	2924.88
yoy		-3.98%	13.65%	15.41%	9.42%	18.91%
片仔癀：肝病系列	1,796.82	2,180.81	2,539.23	3,700.93	3,591.74	2,251.10
yoy		21.37%	16.44%	45.75%	-2.95%	14.29%
寿仙谷：灵芝孢子粉系列	353.02	376.90	453.20	535.87	579.46	248.19
yoy		6.76%	20.24%	18.24%	8.13%	4.97%

资料来源：wind，同仁堂公司公告，天风证券研究所

## 风险提示

### □ 政策波动的风险

医保政策、服务价格调整等政策或对医药行业产生影响

### □ 个别公司业绩不及预期

公司经营过程中由于业务、管理、疫情、政策等内外部因素影响或造成一定业绩波动

### □ 市场震荡风险

若市场风险偏好改变或对公司成长性预期有所调整，或可能影响公司估值水平的稳定性

### □ 新冠疫情进展具有不确定性

尽管疫情对国内影响趋缓，但尚未消除，仍存在零星反复的可能性

## 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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及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。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS