

# 政策放开逐步推进，中药配方颗粒高速增长

## — 中药配方颗粒行业专题报告

专题研究小组成员：任宪功

2017年7月27日

### 专题研究小组

任宪功

SACNO S1150511010012

010-68784237

renxg@bhq.com

### 助理分析师

苑建

SACNO S1150117070004

010-68014637

yuanj@bhq.com

### 子行业评级

中药

看好

### 重点品种推荐

红日药业

增持

华润三九

增持

康美药业

增持

华通医药

增持

香雪制药

增持

### 投资要点：

#### ● 中药配方颗粒为饮片创新品种，引领中药产业现代化

中药配方颗粒，俗称“免煎中药”，传承了中医传统的君、臣、佐、使和辨证论治、灵活加减的特点，符合传统中医学理论。疗效上，大多配方颗粒与传统汤剂无明显差异，疗效确切可靠；制备过程中，配方颗粒生产标准化、监管全面化，产品质量稳定，是中药现代化发展趋势。

#### ● 创新品种+政策红利，市场参与者多方受益

从消费者角度看，使用灵活、携带方便且易于服用，符合现代生活节奏；从医院/医生角度看，保留药品加成、不计入药占比，且销售费用率（20%-40%）高于传统饮片（5%-10%），医生更具开处方动力；从生产企业角度看，中药配方颗粒有助于饮片企业搭建纵向一体化的产业链，产业链越长，盈利能力越强。以红日药业为例，配方颗粒业务毛利率 78% 左右，远高于中药饮片行业 25%-35% 的毛利率水平。政策放开下，传统饮片替代进程有望加速，行业未来 5 年有望维持 40% 增速。

#### ● 需求端放开+医保推广，2020 年市场有望突破 400 亿元

我国配方颗粒市场呈现规模小、增速快的特点。2016 年国内市场规模 104 亿元左右，同比增速约 30%，但在饮片市场的份额仅为 6%，其主要原因是需求端受限于二级以上的中医院和未在全国范围内实现医保覆盖。相比日韩和台湾等地，配方颗粒市场占比约 60% 且均实现医保覆盖，我国配方颗粒市场提升空间巨大。未来政策放开下，医保也将在全国逐步推进，预计 2020 年饮片市场占有率超 10%，市场规模将超 400 亿元。

#### ● 政策放开是趋势，市场将呈现垄断竞争格局

《中药配方颗粒管理办法》放开政策限制是必然趋势。经过多年技术积累，试点企业生产配方颗粒工艺已成熟，品种储备均在 500 种以上。相比生产工艺已趋成熟，大多试点企业市场仅覆盖少数省市地区，市场仍处拓展期，所以大多试点企业仍积极拓展产能，在政策逐步放开过程中，巩固市场地位。此外，多家上市药企已开始布局中药配方颗粒，等待行业准入政策放开。预计政策放开的同时行业门槛会提升，预计政策的放开不会导致大批企业涌入，提前布局，有产品储备和上下游布局的中药饮片企业有望获批准入资格，抢占政策先机。

#### ● 投资建议

中药配方颗粒行业放开逐步推进，未来五年行业有望维持 40% 复合增速。我们看好行业龙头企业红日药业（300026）、华润三九（000999）受益市场扩容，进一步巩固行业领先地位；看好已获批省内试点的康美药业（600518）

和华通医药(002758),产品有望迅速占领省内市场,成长为区域性中药配方颗粒龙头;此外,看好积极布局中药配方颗粒的饮片企业香雪制药(300147),政策放开后,配方颗粒产品借助原有的中药饮片渠道实现快速放量。

**风险提示:** 政策放开不达预期; 医保推进不及预期; 竞争加剧产品盈利下降。

## 目 录

1. 中药配方颗粒创新品种，引领中药产业现代化.....	6
1.1 传承中医特色，弥补传统汤剂不足.....	6
1.2 中药配方颗粒生产标准化、监管全面化.....	7
1.3 组分与传统饮片无明显差异，临床疗效确切可靠.....	7
2. 海外传统市场趋稳定，积极开拓国际市场.....	9
2.1 日本为代表的传统市场趋于稳定.....	9
2.2 津村制药：加大中药现代化研究，积极备战欧美市场.....	10
3. 参与者多方受益，国内市场增速有望达 40% .....	12
3.1 创新品种+政策红利，市场参与者多方受益.....	13
3.1.1 医院/医生：保留药品加成+不计入药占比，增加医院收入.....	13
3.1.2 消费者：使用灵活+携带便利，适合现代生活节奏.....	14
3.1.3 生产企业：产业链延伸，提升盈利能力.....	15
3.2 需求端放开+医保推广，2020 年 400 亿市场可期.....	15
3.2.1 生产和需求试点制度，行业处于萌芽期.....	15
3.2.2 需求放开+医保范围扩大，2020 年市场有望达 400 亿.....	16
4. 配方颗粒放开是趋势，市场将呈垄断竞争格局.....	19
4.1 政策由限制向质量监管转变，试点资质放开在即.....	19
4.2 试点企业加速圈地，后来者秣马厉兵.....	20
5. 投资策略与推荐标的 .....	23
5.1 投资思路 .....	23
5.2 重点推荐标的 .....	23

## 图 目 录

图 1: 中药配方颗粒制备流程.....	6
图 2: 中药配方颗粒生产过程中严格的质量控制.....	7
图 3: 菊花水煎与菊花配方颗粒红外指纹图谱对比.....	8
图 4: 枸杞子水煎与枸杞子配方颗粒红外指纹图谱对比.....	8
图 5: 中药配方颗粒和传统饮片临床疗效比较.....	8
图 6: 四君子汤“单共煎”差异测量.....	9
图 7: 四君子汤中各药味组方差异性研究.....	9
图 8: 康仁堂全成分工艺流程.....	9
图 9: 2006-2016 年日本中药配方颗粒市场规模及增速.....	10
图 10: 日本国内配方颗粒市场集中度高.....	10
图 11: 津村制药部分复方配方颗粒产品.....	10
图 12: 近年来津村制药配方颗粒销售额及增速.....	10
图 13: 津村制药销售额排名前十的配方颗粒产品种类.....	11
图 14: 近年来中药材涨价导致成本上升.....	11
图 15: 近年来中药材涨价导致成本上升.....	11
图 16: 公司计划提高中药材原材料自给比例.....	12
图 17: 针对医院市场、门诊和社区医院市场的销售策略不同.....	12
图 18: 大建中汤 (TU-100) 美国临床试验进展.....	12
图 19: 中药配方颗粒产品.....	13
图 20: 配方颗粒市场参与者多方受益.....	13
图 21: 药品在各个环节中的利润分配.....	13
图 22: 我国门诊病人均次医药费用及药费占比.....	14
图 23: 我国住院病人均医药费用及药费占比.....	14
图 24: 中药配方颗粒使用便捷、易于携带, 可媲美速溶咖啡.....	14
图 25: 2015 年部分上市公司中药饮片业务和配方颗粒业务毛利率比较.....	15
图 26: 2011-2016 年中药配方颗粒市场规模及增速.....	16
图 27: 中药配方颗粒市场在饮片市场比重逐年增加.....	16
图 28: 我国具备中医科室的医疗机构数量.....	17
图 29: 配方颗粒陆续进入地方医保目录.....	17
图 30: 中药饮片市场规模及增速.....	18
图 31: 中成药市场规模及增速.....	18
图 32: 配方颗粒市场波特五力模型分析.....	21
图 33: 中药配方颗粒国家试点六大企业.....	21
图 34: 2015 年国内中药配方颗粒市场竞争格局.....	21

## 表 目 录

表 1: 传统饮片和配方颗粒比较.....	6
表 2: 中药配方颗粒使用范围相关政策.....	16
表 3: 中药配方颗粒行业发展历程, 政策逐步放开 .....	19
表 4: 六大中药配方颗粒试点企业布局 .....	22
表 5: 中药配方颗粒省级试点企业.....	22
表 6: 国内部分 A 股市场企业积极布局中药配方颗粒.....	23
表 7: 推荐公司盈利预测及评级.....	26

## 1. 中药配方颗粒创新品种，引领中药产业现代化

### 1.1 传承中医特色，弥补传统汤剂不足

中药配方颗粒，俗称“免煎中药”，是在中医理论指导下，以优质中药饮片为原料，经过提取、分离、浓缩、干燥、制粒、包装等生产工艺，加工制成的一种统一规格、统一剂量、统一质量标准的新配方用药，目前已有 700 多个单味中药品种。

图 1：中药配方颗粒制备流程



资料来源：广东一方，渤海证券研究所

中药饮片煎成汤剂费时，且煎煮过程需要掌握加水量、火候以及煎煮时间，不然容易出现糊药，有效成分不能充分煎取等现象。此外由于服用量大，外出用药不方便；而中药配方颗粒不需煎煮、携带方便、服用安全，且有效成分含量可得到检测，更能适应现代生活节奏和临床需求。此外，配方颗粒传承了中医传统的君、臣、佐、使和辨证论治、灵活加减的特点，符合传统中医学理论。

表 1：传统饮片和配方颗粒比较

对比指标	传统中药饮片	中药配方颗粒
煎煮方法	患者自己煎药，过程控制不规范	有效成分最大化提取工艺
质量控制	药材的产地、种植、生产不规范，导致质量不稳定	从源头起，严格检验，GMP 规范生产，标准统一，质量稳定
临床疗效	常有药方疗效不灵现象	大量临床验证及药理实验证实，大多疗效等于或优于传统饮片
携带存储	所占空间大，携带不便，易变质	体积小，易携带，质量稳定
服用方法	自行煎煮后分次服用	便于服用，即冲即服

资料来源：渤海证券研究所整理



## 1.2 中药配方颗粒生产标准化、监管全面化

相比传统中药饮片，中药配方颗粒质量控制涉及整个生产环节，包括源头控制、过程控制以及最终产品质量检测。

- **上游原材料：**原材料质量与产地、采收季节、加工方法和存储密切相关，配方颗粒生产企业通过分析产地对原材料质量的影响情况，最终确定药材的产地，直接规模化采购。
- **炮制控制：**中药饮片加工企业众多，多采用地方炮制方法且不规范；中药配方颗粒生产企业严格按照《中国药典》的方法规范炮制，确保饮片品质和疗效。
- **生产监控：**企业按照 GMP 要求建立严格的质量体系，每种药品建立标准的生产工艺，同时加强生产过程监控，从而确保产品质量的稳定、均一和有效。
- **质量检查：**产品进入市场之前，对产品水分、卫生学、杂质、性状等多个项目检查，包括重金属、微生物、农药残余等，完全保证药品质量安全。企业对不同批次原材料和产品留样，保证药品质量具有可追溯性。

图 2：中药配方颗粒生产过程中严格的质量控制



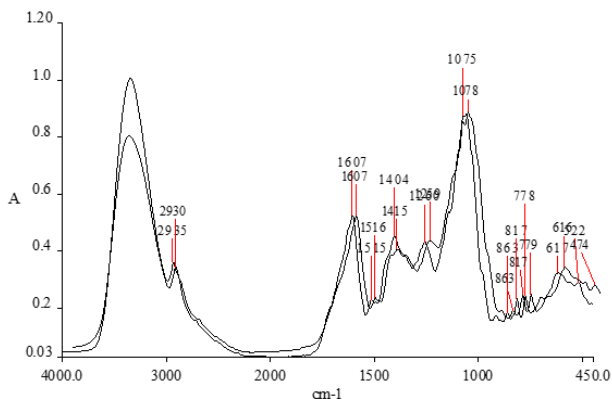
资料来源：天江药业，渤海证券研究所

## 1.3 组分与传统饮片无明显差异，临床疗效确切可靠

从溶出成分上分析，单方中药配方颗粒的溶出组分与水煎溶出组分相似，无明显差别。以康仁堂的菊花配方颗粒和枸杞子配方颗粒为例，红外指纹图谱数据显示，两种配方颗粒与其相应的中药饮片水煎溶出成分的相似度分别达到了

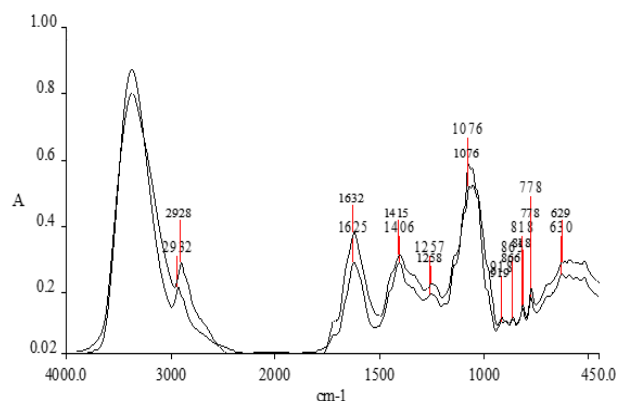
94.84%和 93.80%，说明配方颗粒与传统饮片的有效成分无明显差异。而相比传统中药饮片，中药配方颗粒的生产具备标准化，流程化，因此有效成分的种类和含量更稳定，质量更可靠。

图 3: 菊花水煎与菊花配方颗粒红外指纹图谱对比



资料来源：康仁堂，渤海证券研究所

图 4: 枸杞子水煎与枸杞子配方颗粒红外指纹图谱对比



资料来源：康仁堂，渤海证券研究所

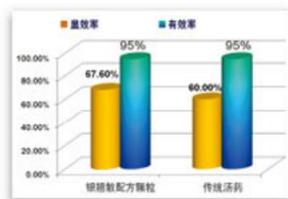
从疗效上看,大多数的中药配方颗粒与饮片合煎的汤剂无明显差异或者优于传统汤药。天江药业对银翘散颗粒治疗感冒的研究结果表明银翘散颗粒的临床疗效优于银翘散传统汤药,良附丸颗粒治疗胃脘痛的临床疗效与传统汤药疗效无明显差异。

图 5: 中药配方颗粒和传统饮片临床疗效比较

**临床一：银翘散颗粒治疗风热感冒的临床疗效观察**  
(国家中医药管理局重大重点课题)

病例数: 210例

**实验方法:** 随机、双盲、多中心、平行对照研究



**结论:** 银翘散配方颗粒略优于银翘散传统汤药

**临床二：良附丸颗粒治疗胃脘痛的临床疗效观察**  
(江苏省科技厅社会发展项目)

**实验方法:** 随机、双盲、多中心、平行对照研究



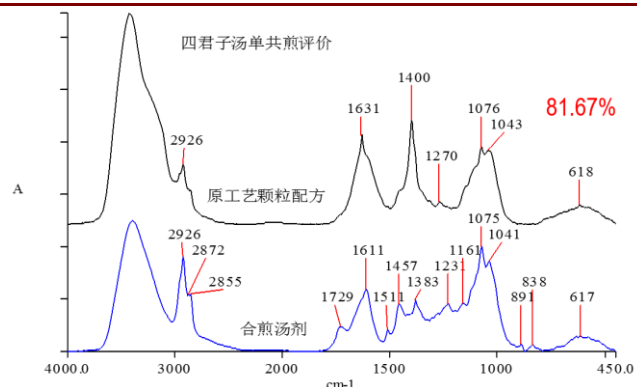
### 结论:良附丸配方颗粒与良附丸传统汤药疗效无显著差异

资料来源：天江药业，渤海证券研究所

近年来单煎与合煎的异同性研究成为行业关注的核心问题。目前已有大量的研究表明绝大多数单煎与合煎在指标成分上无明显差异，单煎与合煎的疗效基本一致，但少部分处方中合煎组分高于单煎组分。康仁堂研究发现茯苓配方颗粒的制备工艺导致“单共煎”差异问题。汤剂共煎时候茯苓的溶媒是其他三味药的浸出液，而单煎的时候茯苓的溶媒是水，由于煎煮环境条件不一致，导致煎煮溶出物质不一样。



图 6：四君子汤“单共煎”差异测量



资料来源：康仁堂，渤海证券研究所

图 7：四君子汤中各药味组方差异性研究

标准饮片 <sup>①</sup>	配方颗粒	红外指纹图谱对比相关性 (%) <sup>②</sup>
炒白术 + 炙甘草 + 茯苓	人参	98.67
人参 + 炙甘草 + 茯苓	炒白术	98.34
人参 + 茯苓 + 炒白术	炙甘草	98.80
人参 + 炒白术 + 炙甘草	茯苓 <sup>③</sup>	83.52

① 标准饮片均经过北京中医药大学药系专业鉴定

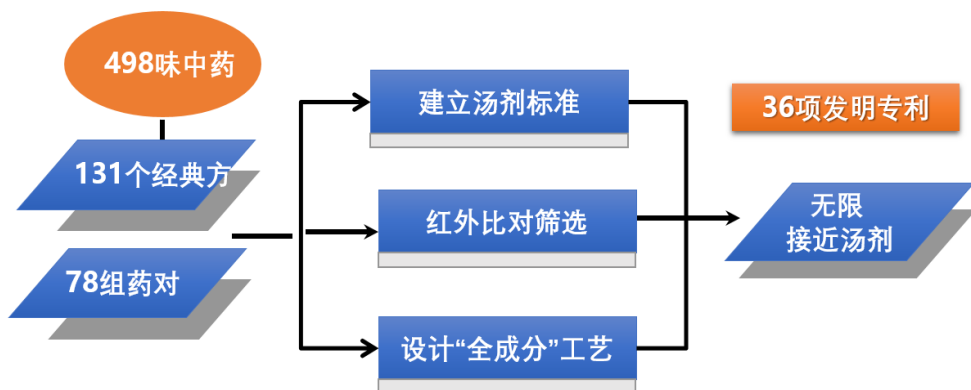
② 以四味标准饮片煎制传统汤剂为标准，组合标准饮片与颗粒同煎后进行红外图谱比对

③ 常规工艺制备的茯苓配方颗粒

资料来源：康仁堂，渤海证券研究所

康仁堂通过开发全成分提取工艺，研究茯苓共煎环境，寻找和汤剂最接近的溶出环境，从而制得和汤剂最接近的配方颗粒。通过“全成分”工艺，康仁堂已研发的 500 味配方颗粒组成的 130 多个经典药方与传统汤剂无明显差异。我们认为大多数单煎与合煎疗效不存在明显差异，而对于存在差异的方剂，提取与制粒技术的改进可消除单煎与传统汤剂的差异，而不影响配方颗粒的使用。

图 8：康仁堂全成分工艺流程



资料来源：康仁堂，渤海证券研究所

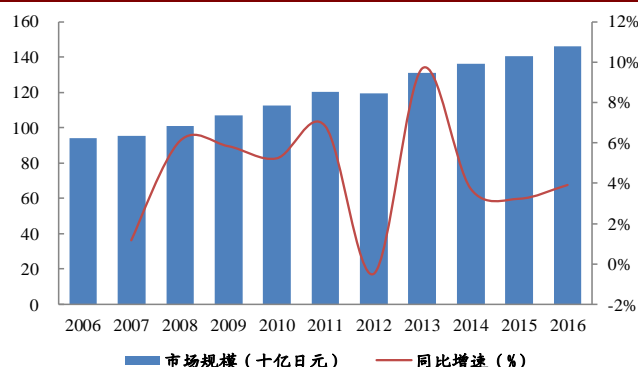
## 2.海外传统市场趋稳定，积极开拓国际市场

### 2.1 日本为代表的传统市场趋于稳定

日本、韩国以及台湾地区在上世纪 70 年代便推广制配方颗粒的使用，并进入国际市场。由于起步早且大多品种已纳入医保，目前海外传统市场已趋于成熟。以日本市场为例，1976 年日本首次将 33 种配方颗粒复方制剂纳入国家医保目录，随后进入医保种类不断增加，至今已有 148 种配方颗粒方剂纳入日本国家医保目录。

目前配方颗粒已在日本普遍使用,据统计日本大约 89%的内科医生开过配方颗粒。从市场增速上看,2006 年-2016 年,市场规模由 940 亿日元 (~8 亿美元)增加至 1460 亿日元 (~12.4 亿美元),期间复合增速 4.5%,行业发展已处于成熟期;从市场竞争结构上看,国内汉方制药龙头企业津村制药市场占比达 84.3%,市场高度集中。

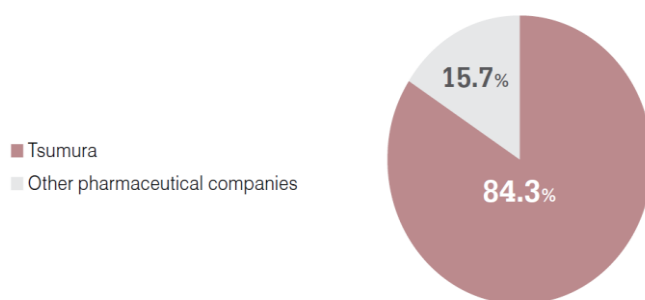
图 9: 2006-2016 年日本中药配方颗粒市场规模及增速



资料来源: 津村制药年报, 渤海证券研究所

图 10: 日本国内配方颗粒市场集中度高

Tsumura's Share\* in Japan's Prescription Kampo Product Market



资料来源: 津村制药年报, 渤海证券研究所

## 2.2 津村制药: 加大中药现代化研究, 积极备战欧美市场

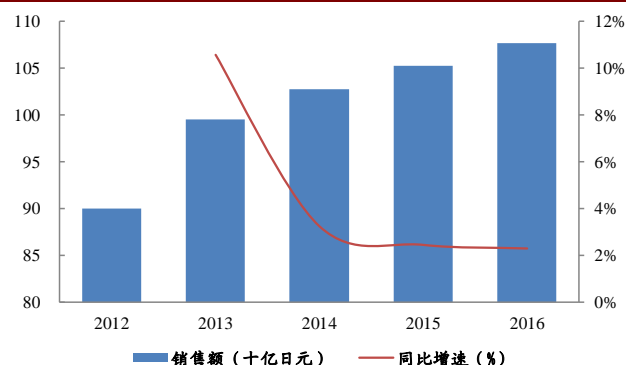
津村制药为日本国内汉方制药龙头企业,公司主营汉方制药,即复方配方颗粒。公司 2016 年营收规模约 1126 亿日元 (约 10 亿美元),其中配方颗粒收入占比约 95.5%。公司 2012-2016 年配方颗粒收入从 900 亿日元增加至 1076 亿日元,期间复合增速约 4.6%。公司 129 种配方颗粒已全部纳入国家医保目录,随着行业进入成熟期,津村制药公司发展进入低增速时期。

图 11: 津村制药部分复方配方颗粒产品



资料来源: 津村制药年报, 渤海证券研究所

图 12: 近年来津村制药配方颗粒销售额及增速



资料来源: 津村制药年报, 渤海证券研究所

2016 年公司销售额前 10 产品的销售收入为 564 亿日元,在配方颗粒销售收入的占比为 52.4%。从治疗领域看,主要集中在胃肠道疾病、安神以及补益等领域。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

10 of 29

图 13: 津村制药销售额排名前十的配方颗粒产品种类

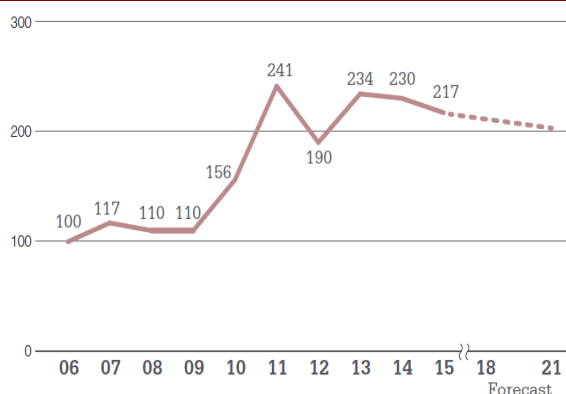
Top 10 Kampo Products by Sales Amount					
¥ million					
Product name	Main effectively treatable disorders (适应症)	FY2016	FY2015	Difference	YoY change
1 TJ-100 (Daikenchuto)	Abdominal pain / abdominal flatulence (腹部胀病)	10,273	9,993	279	2.8%
3 TJ-54 (Yokukansan)	Neurosis / insomnia, etc. (神经衰弱、失眠)	7,215	6,895	319	4.6%
2 TJ-41 (Hochuekkito)	Reinforcement of physical strength after illness / anorexia, etc. (补益类)	6,968	6,965	3	0.1%
4 TJ-43 (Rikkunshito)	Gastritis / maldigestion / anorexia, etc. (胃炎消化系统疾病及补益)	6,604	6,633	-29	-0.4%
5 TJ-68 (Shakuyakukanzoto)	Pain accompanying sudden muscle spasms, etc. (胃炎消化系统疾病及补益)	4,688	4,440	247	5.6%
7 TJ-29 (Bakumondoto)	Coughing / bronchitis / bronchial asthma (肌肉疼痛、痉挛)	4,494	4,178	316	7.6%
6 TJ-24 (Kamishoyosan)	Oversensitivity to cold / menstrual irregularity / climacteric disturbance (畏寒、月经不调)	4,465	4,285	179	4.2%
8 TJ-107 (Goshajinkigan)	Leg pain / low back pain / numbness / dysuria, etc. (腰腿麻木、疼痛)	3,838	3,814	23	0.6%
9 TJ-114 (Saireito)	Swelling (edema) / acute gastroenteritis, etc. (胃炎消化系统疾病及补益)	3,351	3,308	42	1.3%
10 TJ-1 (Kakkonto)	Common cold / coryza / shoulder stiffness, etc. (水肿、急性肠胃炎)	3,253	2,986	267	9.0%
— TJ-14 (Hangeshashinto)	Stomatitis / fermentative diarrhea / neurotic gastritis, etc. (口腔炎、细菌性腹泻、神经性胃炎)	1,250	1,230	20	1.7%
Total sales of 129 prescription Kampo products		107,599	105,193	2,405	2.3%

资料来源: 津村制药年报, 渤海证券

在日本国内行业发展进入成熟期的环境下, 津村制药寻求提升盈利水平同时积极开拓国际市场。公司一方面通过提高上游原材料自给率降低成本, 同时加大销售力度推广配方颗粒新品种, 此外公司加大科研投入, 积极开拓海外市场。

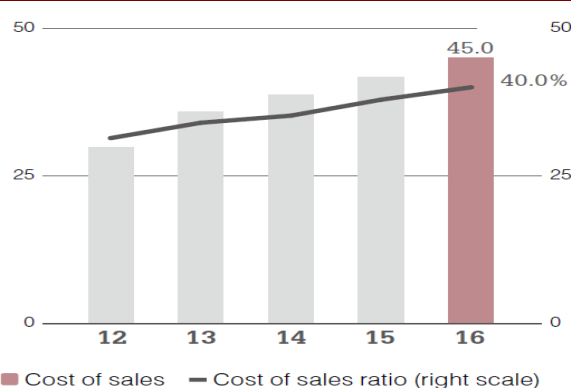
2016 年津村制药上游原材料超 60%通过国内药农采购或者国外进口获得, 受到中药材价格上涨影响, 近五年公司配方颗粒成本逐年增加, 从 2012 年 30% 左右上升至 2016 年的 45%。

图 14: 近年来中药材涨价导致成本上升



资料来源: 津村制药年报, 渤海证券研究所

图 15: 近年来中药材涨价导致成本上升

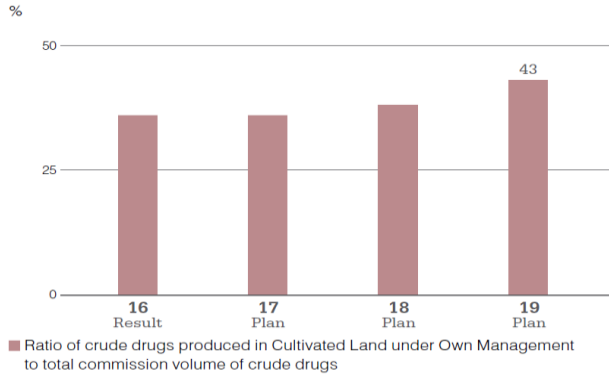


资料来源: 津村药业年报, 渤海证券研究所

近年来津村制药扩大上游中药材种植面积和加强下游医疗终端对配方颗粒的学术推广, 一方面降低成本, 另一方面加强产品营销力度, 从而不断提升盈利能力。公司计划将原材料自给率从 2016 年 30%左右后提升到 2020 年的 43%。医疗终端销售策略方面, 公司根据不同的医疗终端机构采取差异化营销模式。对于医院市场, 公司注重新产品的推广, 主要借助临床试验成果进行学术推广, 主要

人群为重点科室的医生专家；而对于诊所和社区医院采取以量为主的销售策略，主要通过学术推广方式提高配方颗粒的使用量。

图 16: 公司计划提高中药材原材料自给比例



资料来源: 津村制药年报, 渤海证券研究所

图 17: 针对医院市场、门诊和社区医院市场的销售策略不同



资料来源: 津村药业年报, 渤海证券研究所

公司通过开展中药现代化研究, 积极开拓国际市场。公司配方颗粒销量第一品种大建中汤, 主要成分为蜀椒、干姜、人参, 主治中阳衰弱, 阴寒内盛之脘腹剧痛证。该品种的质量评价方法已获美国 FDA 认可, 目前大建中汤正在进行多种疾病的 II 期临床试验, 其中肠易激综合征患者 (IBS) IIa 期临床研究预计在 2017 年完成。目前中药配方颗粒主要作为营养品和食品添加剂在美国市场销售, 未来有望以药品形式获 FDA 批准将进入国际市场, 公司盈利能力有望极大提升。

图 18: 大建中汤 (TU-100) 美国临床试验进展

Development of TU-100 (Daikenchuto) in the United States							
Previous medium-term management plan				New medium-term management plan			
	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019 and after
Quality control	Through meetings with FDA, agree on quality evaluation methods using biological assessments and HPLC-FP				<ul style="list-style-type: none"> <li>Agree on quality control systems</li> <li>Establish database for crude drug quality</li> </ul>		
Efficacy and safety	IBS	Endpoint search clinical trials (IBS patients) Scheduled to be completed in fiscal 2017			PfII (early stage)		Plan to decide on direction and schedule for late stage of PfII and on in fiscal 2019 after finishing and analyzing all of early stage of PfII for IBS/POI and Crohn's disease
	POI		Endpoint search clinical trials (patients with laparoscopic colectomy) Scheduled to be completed in fiscal 2018			PfII (early stage)	
	Crohn's disease	Responder trials (patients with Crohn's disease) Fiscal 2012-fiscal 2015					
	Safety, etc.	Adverse drug reactions*1	ADME*2				

1 Submit results of surveys on the frequency of adverse drug reactions manifestation to the FDA  
2 Submit clinical pharmacokinetic results on healthy U.S. citizens to the FDA

IBS: Irritable bowel syndrome, POI: Postoperative ileus

资料来源: 津村制药年报, 渤海证券

### 3. 参与者多方受益, 国内市场增速有望达 40%

中药配方颗粒在消费端兼具中药饮片“一人一方”个体化治疗和中成药服用方便的优点, 生产和监督上具有质量标准可控, 便于管理特点, 医院终端销售享



有不计入药占比、保留药品加成的政策红利。从市场参与者各角度看，中药配方颗粒顺应产业发展趋势，行业发展动力强劲，有望引领中医药产业发展。

图 19: 中药配方颗粒产品



资料来源: 红日药业网站, 渤海证券研究所

图 20: 配方颗粒市场参与者多方受益



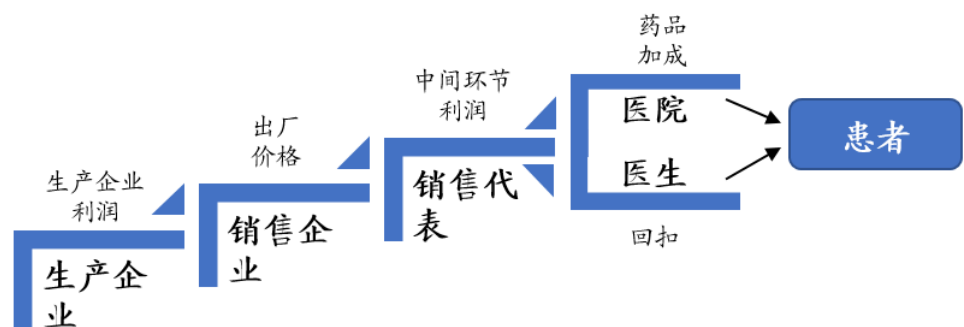
资料来源: 渤海证券研究所整理

### 3.1 创新品种+政策红利，市场参与者多方受益

#### 3.1.1 医院/医生：保留药品加成+不计入药占比，增加医院收入

我国医院药品加成制度曾规定，医院可以在药品批发价基础上加成 15%，中药饮片可加成至 25%。药品加成在政策初期保障医疗机构正常运营中发挥了重要作用，但加成政策诱发了医疗机构在医疗救治中开大处方、开贵药的情况，给患者增加了经济负担。2017 年 4 月卫计委等七部委联合下发通知，要求 2017 年 9 月 30 日前，全面推开公立医院综合改革，全部取消药品加成。中药饮片属性的中药配方颗粒保留 25%加成，不受政策影响。

图 21: 药品在各个环节中的利润分配



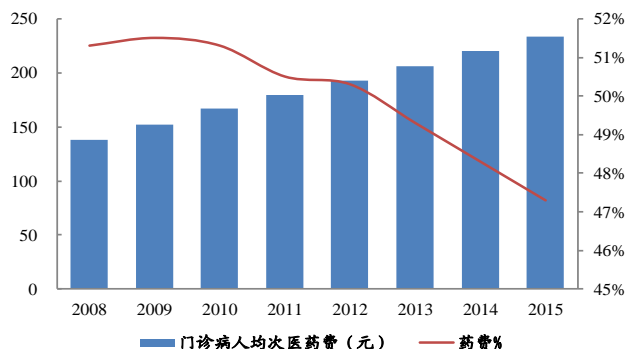
资料来源: 渤海证券研究所整理

近年来我国药费在医疗费用占比逐年下降，门诊病人均次药费占比从 2008 年的 51.3%下降至 2015 年的 47.3%，住院病人药费占比也从 43.9%降至 36.8%。2015 年，国务院在《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》中提出到 2017



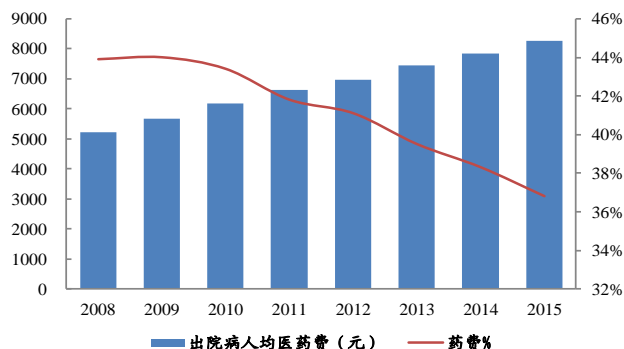
年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30%左右，因此药占比仍有较大下降空间，而短期内医院的营收压力也将随之加剧。

图 22: 我国门诊病人均次医药费用及药费占比



资料来源: 卫生统计年鉴, 渤海证券研究所

图 23: 我国住院病人均医药费用及药费占比



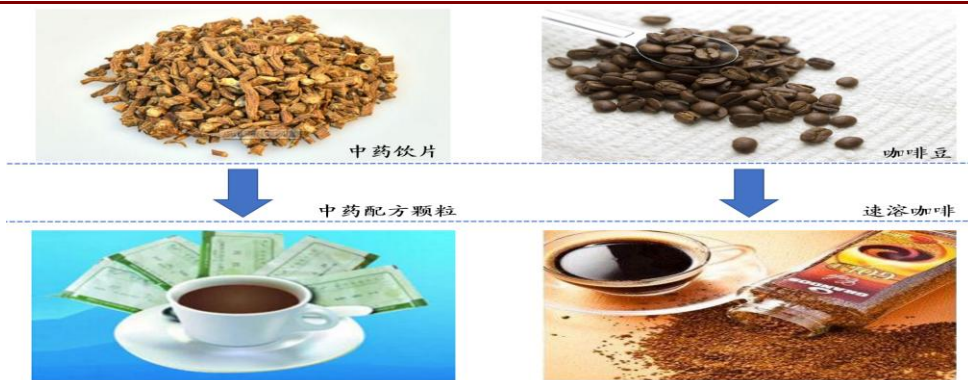
资料来源: 卫生统计年鉴, 渤海证券研究所

在医保控费，严控药占比的背景下，医院维持原有创收水平压力较大，在医疗服务费用调整等手段无法完全缓解医院收入压力之前，享受政策红利的中药饮片符合医院利益诉求；此外相比传统饮片，中药配方颗粒销售费用率（20%-40%）远超中药饮片（5%-10%），最大程度符合医院利益诉求，医生更具开处方动力，便于市场推广。

### 3.1.2 消费者：使用灵活+携带便利，适合现代生活节奏

中药配方颗粒可比为速溶咖啡，使用便捷，易于随身携带，符合现代的生活节奏；而传统中药饮片类似咖啡豆，使用前需要较长时间煎煮，且中药材不便于随身携带和长时间保存。此外，中药饮片的煎服难以标准化，如煎煮时间、温度、剂量等在实际生活中有较大的随意性，且中药饮片的质量本身难于标准化。因此，使用便捷性和质量标准化两大难题制约了中药饮片的发展，因此中成药和中药配方颗粒成为了中药发展的关注点。

图 24: 中药配方颗粒使用便捷、易于携带，可媲美速溶咖啡



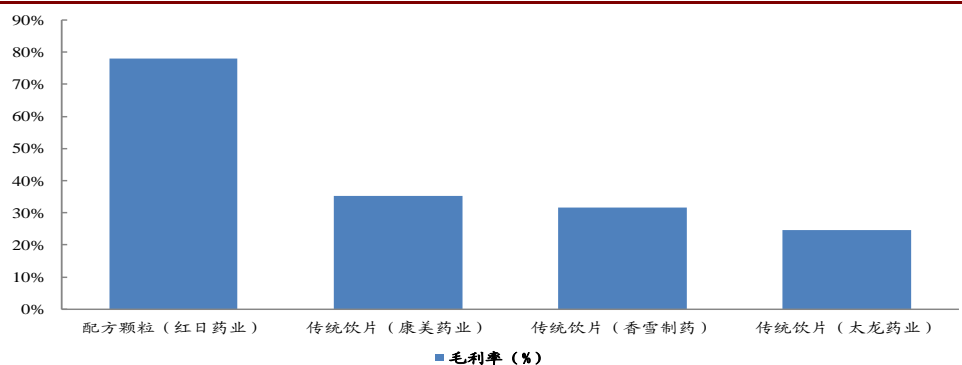
资料来源: 渤海证券研究所整理

我们认为中药配方颗粒“即冲即服、携带方便”的特点解决了传统中药饮片煎煮耗时长、携带不方便等问题，获中药饮片消费者青睐，且易于培养用药依从性。

### 3.1.3 生产企业：产业链延伸，提升盈利能力

相比中药饮片，配方颗粒的盈利能力更强，且较中成药生产周期更短。中药配方颗粒有助于饮片企业搭建纵向一体化的产业链，产业链越长，盈利能力越强。以红日药业为例，2015 年公司配方颗粒业务毛利率 78%左右，远高于其他上市公司的中药饮片 25%-35%的毛利率水平。

图 25：2015 年部分上市公司中药饮片业务和配方颗粒业务毛利率比较



资料来源：wind，渤海证券研究所

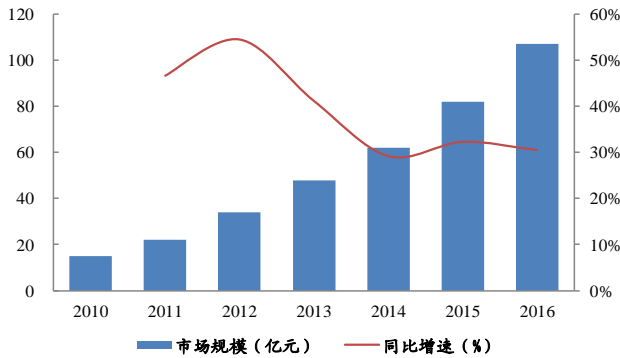
我国中药饮片加工企业超过 1000 家，市场集中度低且竞争激烈，饮片龙头企业康美药业的市场份额不足 2.5%，行业呈现“小、散、乱”格局。中药饮片深加工成配方颗粒的过程也是品牌化的过程，品牌产品可绕过饮片行业过度无序的竞争，易于市场推广。此外，品牌赋予产品更多的附加值，提高企业整体的盈利水平。

## 3.2 需求端放开+医保推广，2020 年 400 亿市场可期

### 3.2.1 生产和需求试点制度，行业处于萌芽期

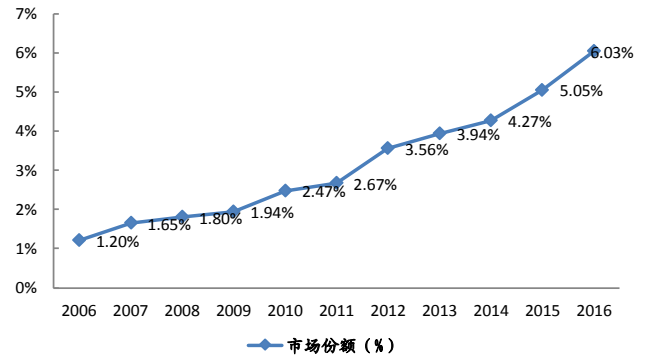
日韩、台湾等地中药配方颗粒产业化程度高，市场成熟。我国内地市场尚处于萌芽时期，试点生产企业仅 6 家，且配方颗粒仅进入部分省市医保目录。但在试点阶段，行业发展迅速，从品种数量看，目前中药配方颗粒已有 700 多种，占比较中药饮片品种 50%；从市场规模看，2010-2016 年复合增速达 40%，远高于同期中药饮片 27.6%的增速。2016 年销售额约 107 亿元，同比增长 30.5%，在中药饮片市场的比重也升至 6%左右。

图 26: 2011-2016 年中药配方颗粒市场规模及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 各公司年报, 渤海证券研究所

图 27: 中药配方颗粒市场在饮片市场比重逐年增加



资料来源: 前瞻产业研究院, 渤海证券研究所

据前瞻产业研究院在《2013-2017 年中国中成药行业产销需求与投资预测分析报告》中的预测, 在行业未放开的背景下, 中药配方颗粒市场增速约 30%, 成为中饮片行业发展引擎。

### 3.2.2 需求放开+医保范围扩大, 2020 年市场有望达 400 亿

#### 临床试点政策拟放开, 基层医院需求将释放

国家食药监局印发的《关于规范中药配方颗粒管理的通知》规定中药配方颗粒试点医疗机构限制在二级及以上的中医院, 具体落实到各省还需要省级药监局批准和备案。

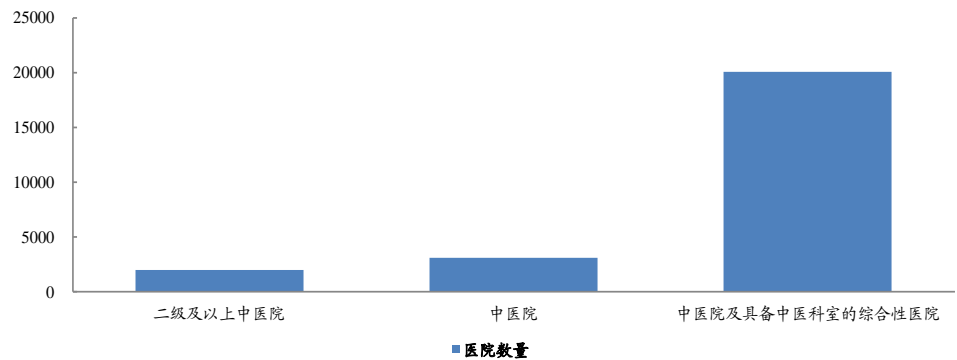
表 2: 中药配方颗粒使用范围相关政策

时间	部门	相关规定	主要内容
2006	食药监局	《关于中药配方颗粒在未经批准单位经营使用予以行政处罚问题的批复》	医院必须向所在药监局申请获批使用中药配方颗粒
2010	食药监局	《关于规范中药配方颗粒管理的通知》	试点机构限定为二级以上中医院
2015	食药监局	《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》	拟放开限制

资料来源: CFDA, 渤海证券研究所

2014 年底, 我国二级以上中医院数量为 1997 家, 中医院为 3115 家, 中药配方颗粒在中医院的覆盖率约 64%; 全国范围内具备中医科室的医院累计约 20000 家, 以此推算中药配方颗粒在医院终端的覆盖率仅为 10%。

图 28：我国具备中医科室的医疗机构数量



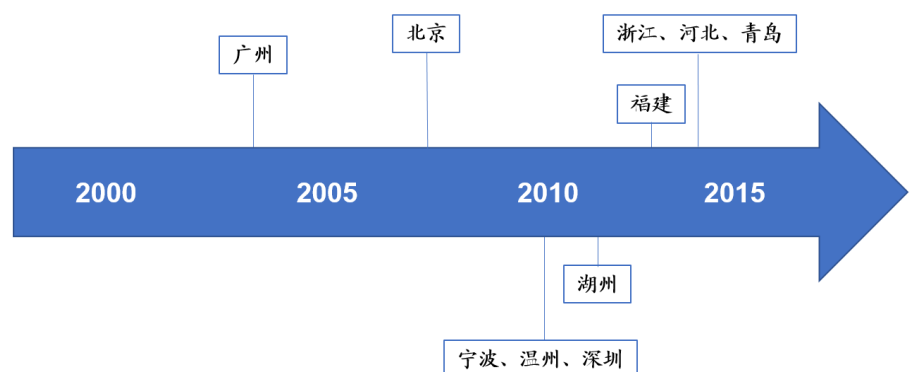
资料来源：卫计委，渤海证券研究所

2015 年底出台的《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》将放开中药配方颗粒的使用范围。我们认为正式版本的文件出台后，中药配方颗粒市场版图将大幅提升，特别是在二级以下中医院以及具备中医科室的基层综合医院的需求将得到释放。

#### 医保范围扩大进一步激活市场终端需求

相比日韩台等地将中药配方颗粒纳入医保范围，我国内地尚未将其纳入国家医保目录予以报销，目前仅有部分省市如宁夏、福建、浙江、北京、深圳、广州等将配方颗粒纳入地方医保目录予以报销，而天津和山东等地按照饮片管理进行医保报销。

图 29：配方颗粒陆续进入地方医保目录



资料来源：人社部，渤海证券研究所

我们认为随着对使用终端限制的解除，中药配方颗粒将陆续进入更多省份医保目录，逐步实现全国范围的医保覆盖。支付能力的提升将激发医院消费终端的需求；此外，进入全国范围的医保意味着获得进入全国市场的通行证，配方颗粒市场整体规模将极大提升。

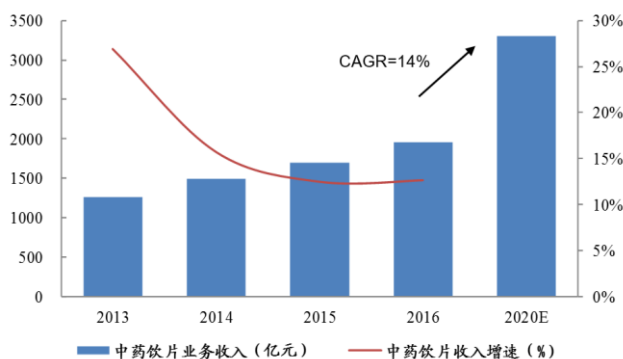
## 行业放开加速饮片和中成药替代，2020 年配方颗粒市场将超 400 亿

据 Frost & Sullivan 预测，在行业逐步放开的趋势下配方颗粒将部分替代中药饮片和中成药，未来四年有望达到 40% 的年均复合增速，2020 年将达 440 亿元。

在日本、韩国和台湾等地，中药配方颗粒在中药饮片市场占比约 60%。近年来我国中药饮片市场中配方颗粒占比逐年提升，从 2010 年的 2.4% 增至 2016 年 6%，但相比海外市场，国内市场仍存有巨大上升空间。我们估计随着行业利好政策的落地，2020 年中药配方颗粒在中药饮片市场的占比可达 15% 左右。

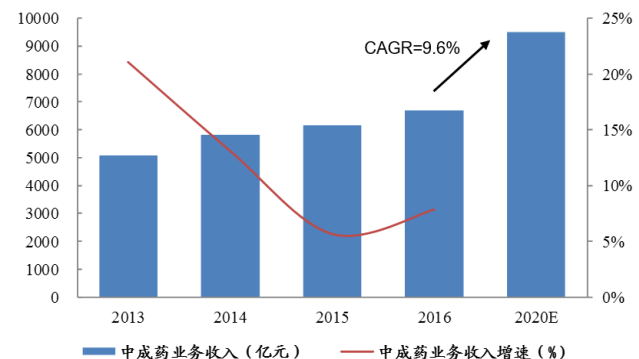
2013-2016 年我国中药饮片行业期间复合增速 15.8%，2016 年国内市场规模约 1980 亿元，同比增速 12.7%。中药饮片保留药品加成且不计入药占比等政策红利影响，我们预计未来五年（2016-2020）年均复合增速 14%，2020 市场规模将达到 3300 亿元；2013-2016 年中成药行业期间复合增速 9.8%，2016 年中成药市场规模约 6700 亿元，同比增速 7.9%，增速下滑主要受中药注射剂市场不景气影响。2017 版医保目录中成药调入力度最大（新增 251 个品种），成为最受益板块。纳入医保有助于产品在全国市场实现放量，我们预计未来五年（2016-2020）年均复合增速 9.6%，2020 年市场规模将达到 9500 亿元。

图 30：中药饮片市场规模及增速



资料来源：国家统计局，渤海证券研究所

图 31：中成药市场规模及增速



资料来源：国家统计局，产业信息网，渤海证券研究所

- **传统中药饮片替代空间测算：**我们假设国内饮片市场 2016-2020 年期间保持 14% 的复合增速，则 2020 年饮片市场规模约 3300 亿元（2016 年 1980 亿元），保守估算 10% 的替代率，传统中药饮片替代的市场空间约 330 亿元。
- **中成药市场替代空间测算：**相比固定成分和剂量的中成药，中药配方颗粒具备“一人一方”的灵活性，符合“个性化治疗”趋势。2016-2020 年期间中成药市场（2016 年市场规模约 6700 亿元）复合增速 9.6%，2020 年中成药市场规模约 9500 亿元，保守以 1% 的替代率计算，中药饮片替代的市场空间达 95 亿元。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

18 of 29



我们认为在行业政策带动下中药配方颗粒市场迎来发展良机，对传统中药饮片和中成药替代速度将加快，未来行业有望维持 40%增速，2020 年市场规模有望突破 400 亿元。

## 4. 配方颗粒放开是趋势，市场将呈垄断竞争格局

### 4.1 政策由限制向质量监管转变，试点资质放开在即

2001 年，配方颗粒生产和使用实行试点制度。试点初期，行业发展处于探索阶段，包括药物安全和疗效评价、质量标准制定、行业监管办法等无明确法规，因此 CFDA 对生产、流通和使用环节参与者的资质和范围严格限制（2006-2013 年期间）。经过多年探索，随着生产工艺进步和临床需求的增加，原有的调控政策已明显不适合当前市场发展的需求。

2015 年起，国家陆续出台相关政策，支持行业发展。2015 年底，《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》拟放开生产准入，2016 年 2 月，国务院将中药配方颗粒纳入《中医药发展战略规划纲要 2016-2030》，2016 年 8 月，国家药典委员会出台了《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求（征求意见稿）》，明确质量标准，为后续放开准入做准备。2017 年 6 月，《广东省中药配方颗粒试点生产申报指南》公布，明确了企业申报条件、使用范围以及配送企业资质等内容，7 月中药饮片龙头康美药业获批广东省内试点生产资质，该文件的出台以及康美药业省内试点资质获批意味着中药配方颗粒管理逐渐放松，符合条件的生产企业有望获省内生产资质，率先占领省内市场。

表 3: 中药配方颗粒行业发展历程，政策逐步放开

年份	相关部门	相关文件	主要内容
1992	国家中医药管理局	/	中药配方颗粒重大科研项目立项
1992	/	/	天江成立，成为国内首家中药配方颗粒企业
1996	/	/	天江药业与广东一方两个试点单位成立课题专家指导小组
2001	SFDA	《中药配方颗粒管理暂行规定》	正式命名中药配方颗粒，将其纳入中药饮片范畴，实行饮片批文号管理；试点企业研究生产、试点临床医院使用
2001	SFDA	《关于同意广东一方制药厂、江苏江阴天江制药厂为中药配方颗粒试点生产企业的通》	广东一方、江阴天江获批试点生产企业
2002	SFDA		三九药业、新绿色、康仁康堂获批为试点生产企业
2002	国家八部委	《关于中药现代化发展纲要的通知》	中药配方颗粒列入发展纲要
2003	SFDA	《中药配方颗粒注册管理办法（试行）》	明确配方颗粒注册申请

请务必阅读正文之后的免责条款部分

19 of 29

2004			培力药业获批，为六家试点企业中唯一外资企业
2006	SFDA	《关于中药配方颗粒在未经批准单位经营使用予以行政处罚问题的批复》	未经批准不能生产和使用配方颗粒，医药经营企业不允许销售配方颗粒；使用配方颗粒医疗机构需在省药监局备案
2010	SFDA	《关于规范中药配方颗粒管理的通知》	试点医疗机构为二级以上中医院
2011	科技部	《国家“十二五”科学和技术规划》	重点突破中药配方颗粒治疗标准
2011	吉林食药监局	《吉林省中药配方颗粒研究生产管理试点实施方案》	允许省级试点企业进行配方颗粒的研究生产
2012	安徽省食药监局	《进一步加强中药配方颗粒规范管理》	允许国家试点企业和省级试点企业产品开展临床试点使用
2013	CFDA	《国家食药监局办公厅关于严格中药饮片炮制规范及中药配方颗粒试点研究管理等有关事宜的通知》	停止批准中药配方颗粒生产企业
2014	河北	《关于同意神威药业集团有限公司中药配方颗粒临床研究使用的批复》	允许神威药业生产配方颗粒并在县级以上医院使用
2015	CFDA	《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》	拟放开试点生产和使用限制
2016	国务院	《中医药发展战略规划纲要 2016-2030 年》	明确将中药配方颗粒纳入国家中医药发展战略规划
2016	CFDA		《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》结束向社会公开征求意见
2017	广东省食药监局	《广东省中药配方颗粒试点生产申报指南》	允许生产企业申报，限定省内医疗机构使用
2017	广东省食药监局		康美药业获批广东省内配方颗粒生产资质

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

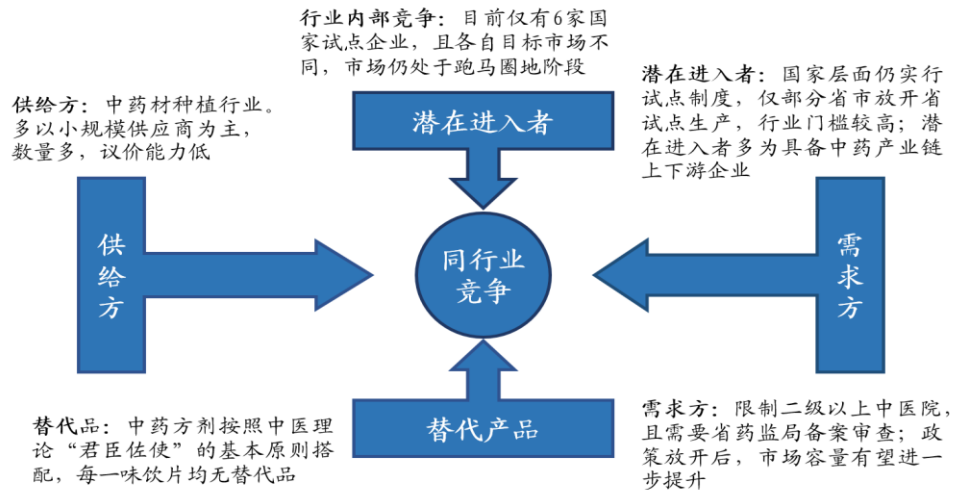
## 4.2 试点企业加速圈地，后来者秣马厉兵

我们采用五力模型分别对中药配方颗粒市场的竞争态势进行分析：

- **供给方：**配方颗粒行业上游是中药材种植，总体上我国中药材供应方以小规模供应商为主，数量多，议价能力较低。原材料价格在疫情、自然灾害等突发事件下，价格容易出现大幅度波动。
- **需求方：**目前配方颗粒限制在二级以上中医院使用，落实到各省还需要省级药监局备案审批。目前配方颗粒在全国中医院市场的覆盖率约 60%，未来政策逐步放开下，市场容量有望进一步提升。
- **行业内部竞争：**目前仅有 6 家国家试点企业，每家企业重点覆盖的市场区域不同，因此行业内部竞争不明显，国家试点企业处在跑马圈地阶段，未来省级试点逐渐放开后，省级试点企业有望率先占领省内市场。

- **潜在进入者：**生产企业实行试点制度，因此行业存在较高壁垒。虽然部分省份已经放开省级生产资质，但行业进入门槛较高，具备丰富品种储备和行业上下游布局的中药企业有望获批省内试点生产资质，但省试点企业一般仅限在省内市场销售。
- **替代品：**虽然化药对中医有一定的替代性，但中药具备独特的治疗优势、稳定的用药人群以及国家政策的扶持，中药很难被化药所取代。传统中药方剂按照中医理论“君臣佐使”的基本原则搭配，每一味饮片均无替代品；由于配方颗粒使用便捷、符合当代生活节奏等优点有望逐步取代传统中药饮片。

图 32：配方颗粒市场波特五力模型分析



资料来源：渤海证券研究所整理

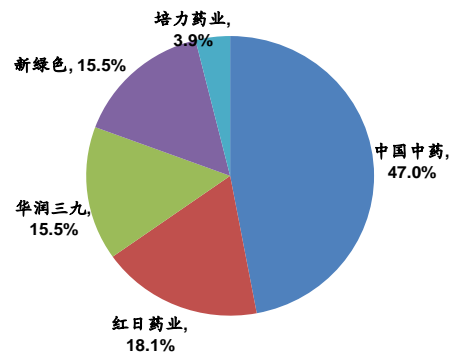
国内中药配方颗粒市场呈寡头垄断格局，6家国家试点企业中国中药（天江、一方）、红日药业（康仁堂）、华润三九、新绿色、培力药业。从市场份额看，中国中药（0570.HK）处于龙头地位，市场份额47%，红日药业、新绿色、华润三九份额在15%-20%之间，培力药业（培力控股，1498.HK）居后，市场份额3.9%。

图 33：中药配方颗粒国家试点六大企业



资料来源：前瞻产业研究院，渤海证券研究所

图 34：2015 年国内中药配方颗粒市场竞争格局



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

经过多年技术积累，试点企业生产配方颗粒工艺已成熟，品种储备均在 500 种以上，其中江阴天江和广西培力还具备生产复方配方颗粒的工艺，但目前复方配方颗粒主要用于出口。此外为从源头控制产品质量，部分企业已自建 GAP 种植基地，实现产业链全覆盖，从而也进一步提升盈利能力。相比生产工艺已趋成熟，除中国中药的市场覆盖全国外，大多试点企业市场仅覆盖少数省市地区，市场仍处拓展期，所以大多试点企业积极拓建产能，市场跑马圈地仍将持续，政策放开后维持强者恒强的市场地位。

表 4：六大中药配方颗粒试点企业布局

国家试点企业	单味种类	复方种类	GAP 基地	现有产能	在建产能	市场区域	2016 销售额
江阴天江 (中国中药, 0570.HK)	>700	>200	采购	600 吨	3000 吨	江苏、浙江、安徽、广东等	48.73 亿
广东一方(江阴天江)	>700		1 处				
康仁堂(红日药业)	>500		采购	900 吨	2500 吨	北京、天津	18.77 亿
华润三九(000999)	>600		~20 处	200 吨	1000 吨	广东、山东	~16 亿
四川新绿色			~10 处	4000 吨		四川、重庆、云南	~16 亿
广西培力(1498.HK)	>600	>300	采购	1500 吨	1000 吨	港澳地区	~4 亿

资料来源：公司公告，公司网站，渤海证券研究所

### 寡头格局将破，市场呈现垄断竞争格局之势

除 6 家国家试点企业外，省内配方颗粒试点工作陆续开展。目前已获批的省内试点生产企业主要有力源药业(吉林)、济人药业(安徽)、神威药业(河北)、华通医药(浙江)、慧松制药(浙江)和康美药业(广东)。此外，浙江、江西、黑龙江、湖北等省份以科学研究的名义将中药配方颗粒纳入省发展规划，公开进行研发性试点工作，我们认为政策放开后行业新进入者有望率先占领省内市场。

表 5：中药配方颗粒省级试点企业

年份	相关企业	所在省份	配方颗粒种类
2011	吉林敖东	吉林	
2014	济人药业	安徽	500
2015	神威药业	河北	600
2016	华通医药	浙江	600
2016	慧松制药	浙江	600
2017	康美药业	广东	400

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

此外，多家上市药企已开始布局中药配方颗粒，等待行业准入政策放开。由于上市的中药企业具备较强研发实力且在产业链上下游均有布局，政策放开后，借助销售渠道优势，有望迅速进入市场。

表 6: 国内部分 A 股市场企业积极布局中药配方颗粒

时间	企业	所在省市	相关事件
2011	吉林敖东	吉林	吉林省内唯一获得中药配方颗粒生产资质企业
2015	天士力	天津	启动中药配方颗粒产业中心项目
2015	精华制药	江苏	子公司亳州康普布局中药配方颗粒生产
2015	佛慈制药	兰州	受让兰州化物所中药配方颗粒制备与鉴别技术的使用权和转让权
2016	太极集团、科伦药业、恩威制药	四川、重庆	签署《关于现代化中药配方颗粒产品项目的投资合作协议书》
2016	康美药业	广东	拟投资 6.5 亿元建中药配方颗粒项目
2016	佐力药业	浙江	拟投入 1.1 亿元加快中药配方颗粒生产线项目建设
2016	华通医药	浙江	拟募集不超过 6 亿元，建设年产能 1000 吨中药配方颗粒生产线项目
2016	香雪制药	广东	与重庆市政府合作，拟投资 5.5 亿元打造中药材、饮片和中药配方颗粒优质品牌

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

行业准入放开，市场将呈垄断竞争的形势，但行业门槛将随之提升，不会导致大批企业涌入，导致无序竞争和大幅度拉低药价。我们认为行业准入必定伴随着审批严格和产品标准的提升，具备研发和生产实力且提前布局的企业有望在政策放开中获利，抢占市场先机，从而打破寡头独占格局，有望呈现各省百花齐放的垄断竞争局面。

## 5. 投资策略与推荐标的

### 5.1 投资思路

中药配方颗粒行业限制放开逐步推进，未来五年行业有望维持 40%复合增速。我们认为国家试点企业中已具备规模优势的龙头企业，如红日药业(300026)、华润三九(000999)将受益市场需求扩大，凭借技术与品牌优势，扩张市场版图，巩固行业龙头地位；已获批省内试点的企业，产品有望迅速占领本地市场，成长为区域性中药配方颗粒龙头，如康美药业(600518)、华通医药(002758)；此外，具备前瞻格局，积极布局中药配方颗粒的传统饮片企业，如香雪制药(300147)政策放开后，公司的配方颗粒借助原有的中药饮片渠道实现快速放量。

### 5.2 重点推荐标的

**红日药业(300026): 中药配方颗粒高速增长的行业龙头**

“全成分”工艺国内领先，配方颗粒高速增长。配方颗粒业务 2016 年销售额 18.8 亿元，产品已进入全国 800 多家医院，市场份额约 18%，仅次于行业龙头中国中药。公司中药配方颗粒从 2010 年的 1 亿元迅速增加至 2016 年的 18.8 亿元，期



间复合增速达 72%。康仁堂通目前已经完成近 600 种中药配方颗粒“全成分”工艺研究，通过创新提取工艺，确保配方颗粒有效成分与和合煎液相同，公司自主研发的“全成分”配方颗粒为国内领先产品。在国家支持中药行业发展的背景下，公司配方颗粒业务仍将维持高速增长

**布局中医医生集团，积极开拓新领域。**公司目前拥有实体连锁中医馆“医珍堂”和线上健康管理公司“红康云”，搭建医疗健康服务与中医药行业资源整合平台，未来有望在平台上实现配方颗粒的销售，从而带动公司业绩加速成长。此外公司通过并购超思股份和展望药业布局可穿戴医疗设备、远程医疗和药用辅料、原料药市场。内生增长及外延并购双轮驱动下公司业绩有望加速。

风险提示：中药注射剂招标降价的风险、配方颗粒放开政策不及预期的风险

#### **华润三九（000999）：估值低、业绩稳健增长的配方颗粒领先者**

**首批全国配方颗粒试点企业，先发优势明显。**公司配方颗粒品种达 640 味，2016 年销售额超 16 亿元，市场份额约 16%，位居行业前列。经过多年发展，公司产品覆盖了全国 20 多个省市，大约 2000 家医院和医疗机构。公司积极扩建产能，金蟾二期投产后产能可提升 60%，且通过自建 GAP 中药材基地实现全产业链布局。

**外延并购加速，处方药业务快速增长。**公司 2016 年处方药业务收入约 38 亿元，同比增加近 25%，业务发展迅速。近年来公司凭借强大的并购整合能力，先后并购了天和、众益和圣火药业，不断丰富处方药产品线。目前公司拥有参附注射液、参麦注射液、华蟾素片剂及注射剂、茵栀黄口服液等多个品种，覆盖了心脑血管、肿瘤、消化系统等治疗领域。外延并购在自有处方药销售渠道下有望迅速放量，公司品牌和渠道价值将逐步突显。

风险提示：渠道整合拓展不大预期，药品降价风险，中药注射剂受限风险。

#### **康美药业（600518）：饮片龙头企业，有望成长为配方颗粒龙头**

**获批省内试点生产资质，有望率先占领省内市场。**公司成为广东省放开省试点企业后首家获批生产并在省内医疗机构销售配方颗粒的企业。公司计划投资 6.5 亿元布局中药配方颗粒项目，目前公司已储备品种达 450 个。产品获批后，借助公司强大的销售渠道，有望在省内市场实现迅速放量。

**全产业链布局，具备配方颗粒龙头企业潜质。**公司在中药领域实现全产业链布局，

资源整合优势明显。公司已成长为上游中药材种植、中游中药材贸易、下游医疗机构、连锁药店和医药电商等一体的全产业链龙头企业。未来医疗终端使用限制放开后公司凭借产业资源优势，有望后来居上，成长为配方颗粒行业龙头企业。

**“互联网+”战略持续推进，积极打造大健康生态圈。**近年来公司积极打造中药领域健康云服务平台，通过整合公司线上（移动医疗、电商商城以及中药材大宗价格指数）线下（医院、药房、连锁药店、物流）资源，并借助康美支付、保险、金融租赁等方式，着力推进“互联网+”大健康项目。

风险提示：中药材价格波动的风险；医疗健康服务平台推广或低于预期的风险。

#### **华通医药（002758）：获批省试点，配方颗粒业有望成新的业绩增长点**

**获批省级试点，配方颗粒有望显著增厚公司业绩。**全资子公司景岳堂 2015 年底获批中药配方颗粒在浙江省科研试点资质，公司目前加大对科研生产和销售队伍建设，已取得阶段性成果，公司科研生产备案配方颗粒品种超 600 种，基本满足医疗机构临床需求；此外，公司产品中标浙江省中医院、新昌县人民医院等多家医疗机构，预计 2017 年销售规模超亿元。

**创新品种，政策放开后市场有望迅速扩容。**相比传统饮片，配方颗粒具有质量稳定、便于携带、使用方便等优点，替代传统饮片是中药现代化趋势之一。我国中药饮片市场规模 2020 年预计达 3300 亿元，保守估算以 10%替代率计算，2020 年配方颗粒市场规模将超 300 亿元。中药配方颗粒市场目前仅有 6 家试点企业，竞争格局良好，未来政策放开并不意味着准入门槛的降低，政策放开必然伴随行业标准的大幅提升，行业格局有望从寡头垄断走向垄断竞争。

风险提示：中药配方颗粒政策放开不及预期的风险；产品降价盈利下降的风险。

#### **香雪制药（300147）：积极拓展饮片上游布局，静待配方颗粒政策落地**

**中药饮片布局扩张，提前布局配方颗粒产业上游。**公司投资建设六盘山绿色中药产业园和香格里拉健康产业园项目，收购安徽沪谿、湖北天济（55%股权），整合配方颗粒上游资源，降低成本的同时从源头进行确保产品质量。公司积极开展配方颗粒工艺和质量标准研究，目前储备品种已达 100 种，未来两年内将超 400 种，公司新建基地宁夏隆德具备生产中药配方颗粒标准，产能可达 500 吨，为配方颗粒的生产打下基础。政策放开后，公司配方颗粒可迅速投产，抢占市场先机。

**积极推进智慧煎煮中心建设，提升饮片产片医院终端占有率。**公司着力建设香雪

智慧物联中药配置中心，通过煎煮服务开拓医院终端市场，通过布局“互联网+”战略提升中药饮片竞争力从而提升市场占有率。

风险提示：政策放开不达预期；医保推进不及预期；竞争加剧产品盈利下降。

表 7：推荐公司盈利预测及评级

公司代码	公司简称	投资评级	股价	EPS		PE		PB
			2017-7-24	17E	18E	17E	18E	(LF)
300026	红日药业	增持	4.38	0.25	0.29	17.18	15.14	2.20
000999	华润三九	增持	28.27	1.47	1.68	20.03	17.41	3.23
600518	康美药业	增持	20.29	0.84	1.03	24.80	20.18	3.52
002758	华通医药	增持	12.71	0.37	0.65	34.10	19.46	4.81
300147	香雪制药	增持	9.37	0.15	0.30	61.07	31.58	1.83

资料来源：wind，渤海证券研究所

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

27 of 29

## 渤海证券股份有限公司研究所

## 副所长（金融行业研究与研究所主持工作）

张继袖

+86 22 2845 1845

## 副所长

谢富华

+86 22 2845 1985

## 汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

张冬明

+86 22 2845 1857

## 计算机行业研究小组

王洪磊

+86 22 2845 1975

朱晟君

+86 22 2386 1319

## 环保行业研究

张敬华

+86 10 6810 4651

刘蕾

+86 10 6810 4662

## 电力设备与新能源行业研究

伊晓奕

+86 22 2386 1673

刘秀峰

+86 10 6810 4658

## 医药行业研究小组

任宪功（部门经理）

+86 10 6810 4615

王斌

+86 22 2386 1355

赵波

+86 22 2845 1632

苑建

+86 10 6810 4637

## 通信 &amp; 电子行业研究小组

徐勇

+86 10 6810 4602

宋敬祎

+86 22 2845 1131

杨青海

+86 10 6810 4686

## 食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉

+86 22 2845 1625

## 餐饮旅游行业研究

刘瑀

+86 22 2386 1670

杨旭

## 证券行业研究

任宪功（部门经理）

+86 10 6810 4615

洪程程

+86 10 6810 4609

## 新材料行业研究

张敬华

+86 10 6810 4651

## 金融工程研究与部门经理

崔健

+86 22 2845 1618

## 权益类量化研究

李莘泰

+86 22 2387 3122

宋旻

## 衍生品类研究

祝涛

+86 22 2845 1653

李元玮

+86 22 2387 3121

郝倥

+86 22 2386 1600

## 债券研究

王琛皞

+86 22 2845 1802

夏捷

## 基金研究

刘洋

+86 22 2386 1563

## 流动性、战略研究与部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

## 策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

杜乃璇

+86 22 2845 1945

## 宏观研究

张杨

## 博士后工作站

冯振 债券·经纪业务创新发展研究

+86 22 2845 1605

朱林宁 量化·套期保值模型研究

+86 22 2387 3123

## 综合质控与部门经理

郭靖

+86 22 2845 1879

## 机构销售·投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

## 行政综合

白骐玮

+86 22 2845 1659



## 渤海证券研究所

### 天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

### 北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)